



**Universidad de Valladolid**

## **Máster en Abogacía**

**La OPA de Caixabank frente al Banco**

**Português de Investimento:**

**Neutralización de medidas anti-opa y**

**supervisión bancaria europea**

Autor:

*Alberto Bargiela Flórez*

Tutor:

*Jesús Quijano González*

Convocatoria Enero 2017

## **Resumen.**

La regulación de OPAs en el marco europeo siempre se ha considerado un pilar fundamental para el desarrollo del mercado interior. Los sucesivos proyectos de Directiva creyeron que solo eliminando las tradicionales barreras que obstaculizaban muchas de estas operaciones, podría llegar a avanzarse en la consecución de este objetivo. Sin embargo, la redacción final de la Directiva 25/2004/CE fracasó a la hora de abordar el mecanismo de la neutralización de las medidas anti-opa, dejando en manos de los Estados Miembros la decisión final de su mantenimiento o derogación y dando con ello rienda suelta a posibles actitudes proteccionistas o nacionalistas. Como se podrá observar en el presente caso, esta deficitaria regulación acabará afectando incluso a otros ámbitos, como el relativo al cumplimiento de los requisitos de capital exigidos por el Reglamento Basilea III.

## **Palabras clave.**

Oferta pública de adquisición, Directiva 25/2004/CE, *passivity rule*, derechos de voto, neutralización de medidas anti-opa, *Basilea III*.

## **Abstract.**

The regulation of the takeover bids in the European framework has always been considered a fundamental pillar for the development of the single market. The successive projects thought that only by eliminating the traditional barriers that had been obstructed many of these operations could be of benefit to this objective. However, the final wording of the Directive 25/2004 /EC failed to address the mechanism of the neutralization of the anti-takeover measures, leaving the final decision of maintaining or repealing it to the Member States, making possible the rise of protectionist or nationalist attitudes. As can be seen in the present case, this poor quality regulation can also affect other fields, such as the fulfillment of the capital requirements stipulated by the Basel III Rule.

## **Key words.**

Takeover bids, Directive 25/2004 /EC, passivity rule, voting rights, neutralization of the anti-takeover measures, *Basel III*.

## LISTA DE ABREVIATURAS

AdC.- Autoridade da Concorrência.

AKZ.- Kwanzas.

APRs.- Activos Ponderadores por Riesgo.

BCE.- Banco Central Europeo.

BCI.- Banco de Comércio e Investimentos.

BCP.-Banco Comercial Português.

BES.- Banco Espírito Santo.

BFA.-Banco Fomento Angola.

BNA.- Banco Nacional de Angola

BPI.- Banco Português de Investimento.

CE.- Comisión Europea.

CGD.- Caixa Geral de Depositos.

CMVM.- Comissão do Mercado de Valores Mobiliários .

CSC.- Código das Sociedades Comerciais

CVM.- Código dos Valores Mobiliários.

NIC.- Normas Internacionales de Contabilidad.

Núm.- Número.

OPA.- Oferta pública de adquisición.

pág. - página.

págs. - páginas.

PYMES - Pequeñas y Medianas Empresas.

RGICSF.-Régimen General de las Instituciones de Crédito y Sociedades Financieras.

S.A.- Sociedad Anónima

TRLMV.- Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores.

TRLSC.- Texto Refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

USD.- United States Dollars.

.

# ÍNDICE

<b>ANTECEDENTES</b> .....	6
<b>CONSULTA</b> .....	9
<b>1.-LEY APLICABLE Y ÓRGANO COMPETENTE PARA LA SUPERVISIÓN DE LA OPA</b> .....	10
1.0. Introducción.....	10
1.1. Órgano competente.....	12
1.2. Ley aplicable .....	13
<b>2.-NATURALEZA DE LA OPA Y PROCEDIMIENTO QUE HA DE SEGUIRSE PARA REALIZAR LA OPA SEGÚN LA LEY APLICABLE</b> .....	16
2.1. Naturaleza de la OPA .....	16
2.2. Procedimiento de la OPA .....	22
<b>3.- AUTORIDADES QUE DEBEN DAR SU VISTO BUENO A LA OPA. ESPECIAL REFERENCIA A LA COMISIÓN EUROPEA</b> .....	23
3.1. Especial referencia a la Comisión Europea .....	25
<b>4.- DEBERES QUE VINCULAN AL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL BPI TRAS LA PUBLICACIÓN DE LA OPA</b> .....	30
<b>5.- MECANISMOS LEGALES EXISTENTES PARA NEUTRALIZAR LAS MEDIDAS PREVENTIVAS IMPUESTAS POR EL BPI</b> .....	33
<b>6.-PAPEL DE LAS INSTITUCIONES EUROPEAS Y DE LA NORMATIVA COMUNITARIA EN UN SUPUESTO COMO EL QUE NOS OCUPA</b> .....	43
6.1.- El Reglamento nº 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (Basilea III) y su aplicación al presente caso.....	45
6.2. Intervención de las Instituciones Europeas: ¿Sería posible la imposición de sanciones al BPI por no deshacerse de sus activos en Angola? .....	50
6.3. Un eventual acuerdo con Unitel S.A.....	52
<b>7.-OTROS FACTORES EXÓGENOS QUE PUEDEN DESBLOQUEAR LA OPA</b> .....	53
7.1. ¿Qué implicaciones tendrá este Decreto-Ley para la presente OPA? .....	55
7.2. Impacto contable en BPI de la venta del 2% de BFA .....	57
<b>8.- CONSECUENCIAS PARA LA OPA TRAS LA ELIMINACIÓN DE LA RESTRICCIÓN DE LOS DERECHOS DE VOTO</b> .....	59

8.1. Si tras el periodo de aceptación de la OPA, Caixabank no se hubiera hecho con la totalidad de BPI ¿Podría emplear algún mecanismo para ello? .....	61
<b>CONCLUSIONES</b> .....	63
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	69

## ANTECEDENTES

### I

La entidad financiera “**Caixabank**”, con domicilio social en Barcelona (España), constituye desde el año 1995 uno de los principales accionistas del “**Banco Português de Investimento**” (en adelante **BPI**), cuyo domicilio social radica en Oporto (Portugal)<sup>1</sup> y que cuenta con un capital social de 1.293 millones de euros representado por 1.456 millones de acciones, sujetas a cotización en **Euronext Lisboa**.<sup>2</sup>

### II

El Grupo BPI, liderado por el BPI, se trata de un grupo financiero que centra sus actividades en el ámbito de banca de empresas, crédito al consumo, prestación de servicios de banca de inversión y de gestión de activos. La entidad da servicio a 1,7 millones de clientes en Portugal y es el cuarto banco del país por volumen de negocio, siendo sus dos mercados principales, **Portugal y Angola**, país este último, en el que el BPI tiene una fuerte presencia a través del Banco de Fomento Angola (en adelante **BFA**) del que posee el **50.1%** del capital y del que además obtiene el grueso de sus beneficios.<sup>3</sup>

### III

Desde la primera entrada en 1995 de Caixabank en el capital del BPI, la entidad catalana no dejó de ampliar su presencia, hasta hacerse, a fecha 30 de junio de 2016, con el **45.16%** de su capital lo que representa **657.964.542 acciones**. La distribución de los restantes accionistas de la entidad se distribuye de la siguiente manera:

<b>Accionistas</b>	<b>N.º de acciones</b>	<b>% Capital</b>
<b>Santoro Finance - Prestação de Serviços, S.A.</b>	270 643 372	18.576%
<b>Allianz SE</b>	122 744 370	8.425%
<b>Violas Ferreira Financial, S.A.</b>	39 063 392	2.681%
<b>Banco BIC, S.A.</b>	33 283 372	2.284%

*Fuente: Banco Português de Investimento [en línea]: Accionistas.*

<sup>1</sup> Contrato de sociedade do banco BPI, S.A., art. 4.1. Capítulo II “Capital social, ações e obrigações.”

<sup>2</sup> Vid. “Accionistas”, en página web BPI <<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/grupo-bpi-grupo-bpi/accionistas>>. [Consulta: 3 noviembre, 2016].

<sup>3</sup> Informes y cuentas anuales BPI, ejercicio 2015, pág. 13.

## IV

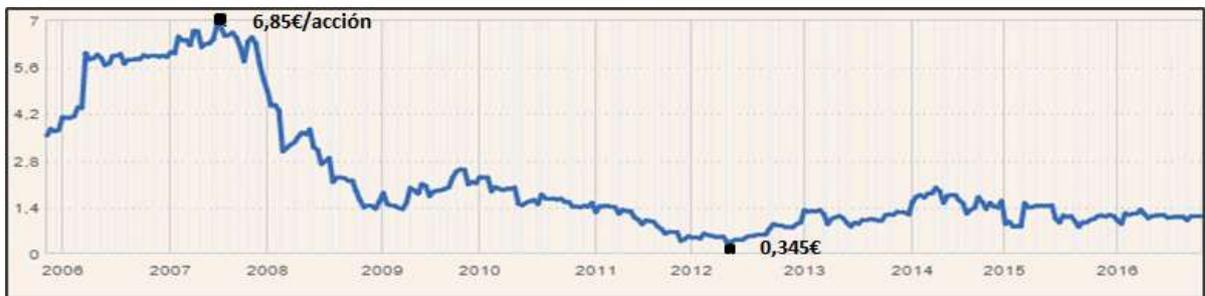
Entre las peculiaridades normativas que rigen la vida del Banco BPI, destaca la utilización en sus estatutos de mecanismos de blindaje frente a posibles OPAS, en particular, de medidas defensivas previas, como la **restricción de derechos de voto**. Es por ello, que el artículo 12.3 de los estatutos del BPI comienza diciendo que “a cada acción corresponde un voto”. A continuación, el **artículo 12.4 a)** estipula lo siguiente:

*<<No serán contados los votos emitidos por un solo accionista, en nombre propio y también como representante de otro u otros, **que excedan del veinte por ciento de la totalidad de los votos correspondientes del capital social** >>*

## V

Desde la crisis económica del año 2008, agudizada con la caída de Lehman Brothers, el BPI, al igual que el resto de entidades financieras lusas (CGD, BES, BCP), llevan sufriendo una **fuerte depreciación de sus acciones**, con pérdidas de alrededor del 90% de su capitalización bursátil, pasando de 37.400 a 3.500 millones de euros y con ello comprometiendo las exigencias de **core capital** requeridos por la Autoridad Bancaria Europea y por el Banco de Portugal.<sup>5</sup>

Como se observa en el gráfico de cotización histórica expuesto a continuación, la acción del BPI llegó a alcanzar los 6,85€, en comparación con el mínimo de 0,345€ registrado en el tercer trimestre de 2012.



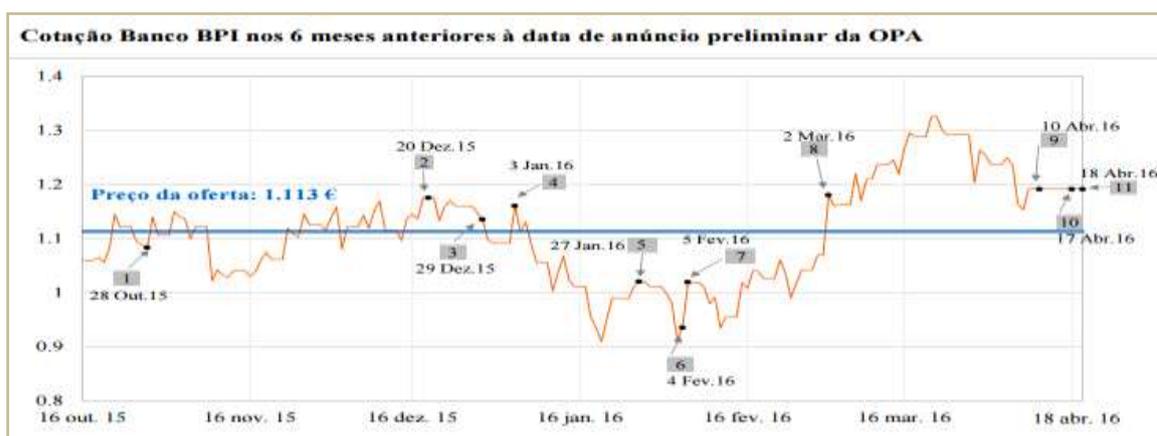
*Fuente: Expansión.*

<sup>4</sup> Contrato de sociedade do banco BPI, S.A., art. 12.3 y 12.4 a). Capítulo III, Sección I “Assembleia Geral.”

<sup>5</sup> Vid. “Portugal 'bendice' la operación de CaixaBank en el BPI por entender que detiene su control por capital angoleño”, en *Diario de información empresarial y financiera Capital Madrid*, 26 de abril de 2012 <<https://www.capitalmadrid.com/2012/4/26/25231/portugal-bendice-la-operacion-de-caixabank-en-el-bpi-por-entender-que-detiene-su-control-por-capital-angoleño.html>>. [Consulta: 3 noviembre, 2016].

## VI

Teniendo en cuenta la situación de debilidad, la necesidad de recapitalización de la entidad portuguesa y la amplia participación de CaixaBank sobre ella<sup>6</sup>, esta decidió **lanzar en abril de 2016 y tras un primer intento fallido en febrero de 2015, OPA voluntaria<sup>7</sup> sobre todo el capital de BPI no perteneciente a CaixaBank**, por un precio en metálico de **1,113€ euros por acción** - media ponderada de los últimos 6 meses - que a los efectos de la normativa portuguesa se considera como precio equitativo (**art. 188.1 b) Código dos Valores Mobiliários**), (en adelante CVM).



Fuente: Informe del Consejo de Administración del BPI de 17 de Mayo de 2017.

## VII

Sin embargo, CaixaBank condiciona la eficacia de su OPA al cumplimiento de los siguientes requisitos:

- 1) A **alcanzar más del 50%** del capital de Banco BPI.
- 2) A la **eliminación por la correspondiente junta general de accionistas de BPI de la limitación del 20% de los derechos de voto** que un accionista puede emitir, establecido en el artículo 12.4 de sus estatutos.<sup>8</sup>
- 3) A la **obtención de las autorizaciones regulatorias aplicables.**

<sup>6</sup> Participación del 45,16% en su capital social a fecha de 18 abril de 2016.

<sup>7</sup> Voluntaria, ya que a efectos de derechos de voto **no supera el 20%** en virtud del mencionado artículo 12.4 de sus estatutos, a pesar de poseer el 45,16% de su capital social.

<sup>8</sup> CaixaBank [En línea], hecho relevante de 18 de abril de 2016. Disponible en: <[https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion\\_accionistas\\_inversor/es/160418\\_HR\\_BPI\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversor/es/160418_HR_BPI_es.pdf)>. [Consulta, 3 de noviembre 2016].

## CONSULTA

Con los hechos y datos descritos anteriormente y los que serán aportados a lo largo del dictamen, la entidad financiera Caixabank interesa conocer el parecer del letrado que suscribe sobre los siguientes extremos:

- 1) Ley aplicable y órgano competente para la supervisión de la OPA.
- 2) Naturaleza de la OPA y procedimiento que ha de seguirse para realizar la OPA según la ley aplicable.
- 3) Autoridades que deben dar su visto bueno a la OPA. Especial referencia a la Comisión Europea.
- 4) Deberes que vinculan al Consejo de Administración del BPI tras la publicación de la OPA.
- 5) Mecanismos legales existentes para neutralizar las medidas preventivas impuestas por el BPI.
- 6) Papel de las instituciones europeas y de la normativa europea en un supuesto como el que nos ocupa, en el que el BPI cuenta con inversiones estratégicas en un país extracomunitario como Angola.
- 7) Otros factores exógenos que pueden desbloquear la OPA.
- 8) Consecuencias para la opa tras la eliminación de la restricción de los derechos de voto.

# DICTAMEN

## 1.- LEY APLICABLE Y ÓRGANO COMPETENTE PARA LA SUPERVISIÓN DE LA OPA.

### 1.0. Introducción

Para resolver esta primera cuestión creo conveniente comenzar realizando un análisis del *iter* procedimental escogido por las instituciones portuguesas para trasponer la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, fruto de un largo proceso negociador entre los diferentes Estados Miembros y que encuentra sus primeros orígenes en el proyecto preliminar de directiva elaborado por el profesor Robert R. Pennington en el año 1974.<sup>9</sup>

Con posterioridad, el Informe Winter de 2002 y la Comunicación de la Comisión Europea de 2003 sobre “Modernización del Derecho de Sociedades y mejora de la gobernanza empresarial en la Unión Europea. Un plan para avanzar”, marcan el camino a seguir delimitando cuáles debían ser los objetivos para esta nueva etapa, entre los que se encontraban: reforzar los derechos de los accionistas y la protección de terceros, y promover la eficacia y la competitividad de las empresas, estableciendo a su vez un plan de actuación de la UE con iniciativas a corto, medio y largo plazo.<sup>10</sup>

Tras la aprobación de la mencionada Directiva 2004/25/CE, el día 21 de abril de 2004, que tal y como reza su Considerando nº 2<sup>11</sup>, constituyó el primer paso para la armonización a nivel comunitario de la protección de los intereses de los accionistas en las situaciones de transición de dominio o propiedad de las sociedades, su artículo 21 con el

---

<sup>9</sup> MORLES HERNÁNDEZ, A., “Oferta pública de adquisición”, Universidad Andrés Bello, Caracas, 2001, pp. 76.

<sup>10</sup> QUIJANO GONZÁLEZ, J., “El derecho de sociedades en la Unión Europea: evolución y situación actual”, en *Revista Boliviana de Derecho*, núm. 5, enero, 2008, Fundación Iuris Tantum Santa Cruz, Bolivia. (red electrónica) pág. 211.

<sup>11</sup> Considerando 2 de la Directiva: “Es necesario proteger los intereses de los titulares de valores de sociedades que estén sujetas al Derecho de un Estado miembro cuando éstas sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un cambio de control y al menos parte de sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado en un Estado miembro.”

título “Transposición de la Directiva”, estipuló que los Estados miembros deberían poner “en vigor las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias para dar cumplimiento a lo dispuesto en la presente Directiva a más tardar el **20 de mayo de 2006**”, debiendo informar de ello “inmediatamente a la Comisión”.

Pues bien, a pesar de esa fecha límite, la mayoría de los Estados Miembros, entre los que se incluyó Portugal y España, incumplieron dicho deber de trasposición en el tiempo marcado, con la diferencia de que en el caso portugués, buena parte de las soluciones consagradas en el texto definitivo de la Directiva, ya tuvieron su primer reflejo en 1999, con la aprobación del **Código dos Valores Mobiliários**<sup>12</sup> (en adelante CVM), vigente en la actualidad. Dicho esto, el proceso seguido en Portugal se estructuró en 2 fases:

- I. Entre enero y abril de 2005 la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (en adelante **CMVM**) convocó una consulta pública para deliberar acerca de la forma de un eventual anteproyecto de ley así como de aquellos temas sobre los que la Directiva de OPAS dejó la libertad de opción a los Estados, concretamente, la limitación de los poderes de los órganos de la administración de la sociedad afectada y la ineficacia de las restricciones a la transmisión de las acciones durante el período de la propuesta de OPA.<sup>13</sup>
- II. Finalmente, el 2 de noviembre de 2006 vio la luz el **Decreto-Ley nº 219/2006**<sup>14</sup>, que viene a trasponer al ordenamiento jurídico portugués la Directiva nº 2004/25/CE, coincidiendo en gran medida con el anteproyecto fruto de la consulta pública promovida por la CMVM antes mencionada.<sup>15</sup>

Tras esta trasposición, el marco legal sobre el que pivota el **régimen de la OPA en Portugal** se desarrolla a lo largo del **Título III (arts. 108-197) del CVM**, intentando

---

<sup>12</sup> Equivalente al Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores española (en adelante, TRLMV).

<sup>13</sup> MACEDO VITORINO E ASSOCIADOS, [En línea]: *Sumário: A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) lançou uma consulta pública sobre o anteprojecto de diploma de transposição da Directiva relativa às ofertas públicas de aquisição (OPAs)*. Disponible en: <[http://www.macedovitorino.com/~/ms/files/uploaded/1200511281753252005-1128%20Mercado%20de%20capitais%20\(Transposicao%20da%20Directiva%20das%20OPAs\)\[1\].pdf](http://www.macedovitorino.com/~/ms/files/uploaded/1200511281753252005-1128%20Mercado%20de%20capitais%20(Transposicao%20da%20Directiva%20das%20OPAs)[1].pdf)>. [Consulta, 11 de noviembre 2016].

<sup>14</sup> En España, la trasposición se realizó a través de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores.

<sup>15</sup> SÁ COUTO, A., “Breve comentario á transposição da directiva das OPA”, en *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Publicaciones Uría Menéndez, n.º 25, 2006 (red electrónica) pág. 71.

plasmar en él los principios propugnados por la Directiva 2004/25/CE, tales como el Pº de igualdad de trato (art.197 CVM), transparencia en la información (arts. 134 y ss. CVM), protección de los intereses de los accionistas minoritarios y de los trabajadores de las entidades oferentes y afectadas, así como el Pº de reciprocidad que permite a un Estado miembro facultar a las entidades afectadas la posibilidad de aplicar un régimen igual o más favorable que el que le resulte aplicable, con especial impacto en la capacidad de la sociedad afectada de aplicar medidas defensivas.<sup>16</sup>

<i>Transposition dates for sample countries</i>	
<b>Year</b>	<b>Countries</b>
2005	Poland, Romania
2006	Austria, Denmark, Finland, France, Germany, Greece, Hungary, Ireland, Luxembourg, Portugal, Sweden, UK
2007	Belgium, Cyprus, Italy, Netherlands, Slovakia, Spain
2008	Czech Republic, Estonia

*Fuente: “A Legal and Economic Assessment of European Takeover Regulation by Christophe Clerc , Fabrice Demarigny Diego Valiante , Mirzha de Manuel Aramendía”*

Pues bien, tras esta breve introducción me dispongo ya a contestar **cuál es la ley aplicable y órgano competente para la supervisión** de la OPA formulada por Caixabank contra BPI.

### 1.1. Órgano competente

Conviene aquí hacer referencia a lo dispuesto en el **art. 4 de la Directiva 2004/25/CE**, que lleva por título “**Autoridad supervisora y derecho aplicable**”.

Este artículo comienza con un apartado introductorio (**art. 4.1**) en virtud del cual “Los Estados miembros designarán a la autoridad o autoridades competentes para la supervisión de las ofertas que se rijan por las normas adoptadas o introducidas en virtud de la presente Directiva”, debiendo ser “bien autoridades públicas o bien asociaciones u organismos privados reconocidos por la legislación nacional o por las autoridades públicas expresamente facultadas a tal fin por la legislación nacional. Los Estados miembros

<sup>16</sup> Sumario Decreto Ley n.º 219/2006, de 02 de Noviembre

informarán a la Comisión de dichas designaciones (...). A continuación, el **art. 4.2 a)**, de la Directiva estipula lo siguiente:

<<La autoridad competente para la supervisión de la oferta **será la del Estado miembro en el que tenga su domicilio social la sociedad afectada** cuando sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de dicho Estado miembro. >>

Pues bien, como se indicó en el “Antecedente nº I”, que plasma lo dispuesto en el art. 2.1 de los estatutos del BPI, la sociedad tiene su **domicilio social en Oporto** (Portugal)<sup>17</sup> y las acciones de la entidad portuguesa (entidad “**afectada**” en los términos del art. 4.2 a) de la Directiva), cotizan en **Euronext Lisboa**, por lo tanto, se dan las condiciones del art. 4.2 de la Directiva **para que la autoridad competente para la supervisión de la OPA** sea la **portuguesa**. Tarea, que en virtud del **art. 145-A.1 de la CVM**, corresponde a la **CMVM** (Comissão do Mercado de Valores Mobiliários). Dicho art. 145-A.1 de la CVM, que lleva por título “Autoridad competente en ofertas públicas de adquisición”, dispone lo siguiente:

<<1 - La **CMVM** es competente para la supervisión de las ofertas públicas de adquisición que tengan por objeto valores mobiliarios **emitidos por sociedades sujetas a ley personal portuguesa**, siempre que los valores objeto de la oferta:

a) Estén **admitidos a negociación en mercado regulado situado o funcionando en Portugal**. >>

## 1.2. Ley aplicable

En materia de Ley aplicable, de nuevo es el art. 4 de la Directiva 2004/25/CE, y más en concreto su **apartado 2º**, donde se fijan fundamentalmente las tres circunstancias a tener en cuenta para la determinación del presente extremo. Estas tres circunstancias son<sup>18</sup>:

---

<sup>17</sup>Contrato de sociedade do banco BPI, S.A., art. 2. Capítulo I “Firma, sede social e objeto social.”

<sup>18</sup> TAPIA HERMIDA, A.J., “Métodos de concentración transfronteriza intracomunitaria de sociedades cotizadas: Fusiones, OPAs y otros métodos alternativos. Las Directivas 2004/25/CE y 2005/56/CE”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, 2007/9, Marzo 2007, Universidad Complutense, pág. 23.

- A) El domicilio social de la sociedad afectada por la OPA.
- B) La radicación del mercado regulado en el que sus valores están admitidos a negociación.
- C) El momento en que dicha admisión se produjo.

Dicho esto, SÁNCHEZ CALERO<sup>19</sup> ya anticipa que en un supuesto como el actual, en el que se produce una coincidencia “entre el domicilio de la sociedad afectada y el hecho de que sus valores únicamente se negocien en un mercado regulado situado en el mismo Estado (art. 4.2 a) de la Directiva) no crea problemas de Derecho Internacional Privado”, siendo de aplicación, “ tanto desde la perspectiva del derecho público de control como desde la normativa del derecho de sociedades el ordenamiento de ese Estado”.

Pues bien, es el **art 108 del CVM** el que vino a corroborar y trasponer el contenido del mencionado art. 4.2 de la Directiva al ordenamiento portugués con el título **“Derecho aplicable”**, disponiendo lo siguiente:

<<1 – Sin perjuicio de lo dispuesto en los núms. 2 y 3 del artículo 145º, **las disposiciones de este título y los reglamentos que las complementan, se aplican a las ofertas públicas dirigidas específicamente a personas con residencia o establecimiento en Portugal**, sea cual sea la ley personal del oferente o emisor y el derecho aplicable a los valores mobiliarios que sean objeto de oferta. >>

A continuación, el **apartado 2º** del mismo artículo realiza la **doble distinción de leyes aplicables antes mencionada**:

<<2 – Las ofertas públicas de adquisición previstas en el art. 145. º-A:

- a) En lo que respecta a la contrapartida propuesta, al procesamiento de la oferta, al contenido de la propuesta de oferta y de la divulgación de la oferta, se aplica **la ley del Estado miembro cuya autoridad supervisora sea competente para la supervisión de la oferta**, (por lo tanto, **la ley portuguesa**).

---

<sup>19</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. “Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)”. Navarra: Thomson Reuters, 2009, pp. 106.

b) En lo que respecta a la información a los trabajadores de la sociedad afectada (opada), al porcentaje de derechos de voto que constituye el control, las derogaciones o dispensas al deber de lanzamiento de la oferta pública de adquisición y las limitaciones de poderes del órgano de administración de la sociedad afectada, se aplica **la ley personal de la sociedad emisora de los valores mobiliarios objeto de la oferta**, (de nuevo, la ley portuguesa). >>

En definitiva, será la **Ley portuguesa** la que rijan la totalidad de los aspectos de la presente OPA, pudiendo clasificarse la **bipartición de leyes aplicables** referida de la siguiente manera<sup>20</sup>:

#### 1º) **LEX MERCATUS= DERECHO DEL MERCADO DE VALORES:**

- a. Información sobre la decisión del oferente de presentar una OPA.
- b. El contenido del folleto de la oferta.
- c. La divulgación de la oferta.
- d. La transparencia general sobre las sociedades cotizadas.
- e. El plazo de aceptación.
- f. El dictamen motivado del órgano de administración de la opada.
- g. Otros aspectos procedimentales como la caducidad de la oferta, la irrevocabilidad, etc.

#### 2º) **LEX SOCIETATIS= DERECHO DE SOCIEDADES:**

- a. Porcentaje de voto que confiere el control.
- b. Excepciones a la obligación de presentar una OPA.
- c. Las condiciones de la actuación del órgano de dirección de la opada.
- d. Neutralización.
- e. Información a los empleados de la opada.

<sup>20</sup> PONCE HUERTA, J., “Marco regulatorio de las OPAS transfronterizas. Autoridades competentes en la Unión Europea.”, Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, Cartagena de Indias, 2 abril de 2008, pp. 9 y 11.

## 2.-NATURALEZA DE LA OPA Y PROCEDIMIENTO QUE HA DE SEGUIRSE PARA REALIZAR LA OPA SEGÚN LA LEY APLICABLE.

### 2.1.Naturaleza de la OPA

A la hora de clasificar la presente OPA, si utilizamos los criterios diferenciadores que utilizan profesores como TAPIA HERMIDA<sup>21</sup>, podemos observar que nos encontramos ante:

**1) Una OPA transfronteriza intracomunitaria:** En este sentido, el TAPIA HERMIDA<sup>22</sup> indica que, la tradicional escasez de mecanismos jurídicos eficientes que sirvieran para guiar “las concentraciones de sociedades de capital y, más en concreto, sociedades cotizadas ubicadas en diferentes Estados de la Unión Europea”, se vio parcialmente paliada con la Directiva 25/2004/ CE en materia de OPAS y la Directiva 2005/56/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005.

Dicho esto, para este profesor existen hasta dos nociones de OPAs transfronterizas intracomunitarias:<sup>23</sup>

**1.1. La OPA transfronteriza intracomunitaria en “sentido genérico”, categoría a la que pertenece la OPA que estamos analizando y que es aquella que implica –como oferentes o sociedades afectadas- a sujetos sometidos a leyes nacionales de diferentes Estados comunitarios (o que afecta, como objetos de adquisición o instrumentos de contraprestación- a valores negociados en mercados regulados ubicados en Estados comunitarios diversos).**

---

<sup>21</sup> TAPIA HERMIDA, A.J. op. Cit.,pp. 23 y ss.

<sup>22</sup> TAPIA HERMIDA, A.J. op. Cit., pp.5.

<sup>23</sup> TAPIA HERMIDA, A.J. op. Cit., pp.23 a 25.

Se califican, por tanto como OPA transfronteriza intracomunitaria en “sentido genérico” porque los elementos de extranjería señalados **no implican**, necesariamente, un régimen multinacional ya que, en ocasiones, **sigue el mismo camino que las OPAs domésticas, como ocurre en el supuesto que nos aquí ocupa**, tal y pudimos observar en la primera pregunta del dictamen, donde quedó patente que el **Derecho Portugués** sería el que iba a regular la totalidad de la presente OPA.<sup>24</sup>

Por contraposición, la **OPA transfronteriza intracomunitaria en sentido específico** sería aquella en la que se produce una distorsión entre el Estado comunitario en el que la sociedad afectada tiene su domicilio y el Estado o Estados comunitarios donde se ubican los mercados regulados en los que se negocian sus valores, que son objeto de la OPA. En definitiva, la calificación como OPA transfronteriza intracomunitaria en sentido específico tiene su razón de ser en la bipartición de leyes aplicables, que implica, tal y como dispone el art.4.2 de la Directiva.

- 1.2. Como ya mencionamos, nos encontramos ante una **OPA transfronteriza “intracomunitaria”**, puesto que los sujetos y objetos implicados en la operación se ubican en distintos Estados miembros de la Unión Europea. (España y Portugal en el presente caso).

Por el contrario, nos encontraríamos ante una OPA transfronteriza extracomunitaria cuando estuvieran implicados sujetos o mercados regulados domiciliados o ubicados fuera del ámbito de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo.<sup>25</sup>

**2º Nos encontramos ante una OPA voluntaria**, debido a la restricción de los derechos voto introducida en el art. 12.4 a) de los estatutos del BPI, habiéndose

---

<sup>24</sup> Otro ejemplo de OPA transfronteriza en sentido genérico sometida plenamente al derecho portugués ha sido la lanzada, en Septiembre de 2016, por la entidad catalana “Suanfarma”, dedicada al desarrollo, producción y comercialización de materias primas para los sectores farmacéutico, biotecnológico, veterinario, nutricional y cosmético, contra la compañía portuguesa productora de antibióticos, “CIPAN”, con resultado positivo.

<sup>25</sup> TAPIA HERMIDA, A.J. op. Cit., pp.24.

establecido por cada accionista un límite máximo del 20% de la totalidad de los votos correspondientes del capital social, y todo ello, a pesar del control por parte de Caixabank del 45,16% de las acciones de BPI.

En este sentido, dispone el **art. 187.1 CVM** que recaerá el deber de lanzar una oferta pública de adquisición obligatoria sobre *aquella (sociedad) cuya participación en una sociedad abierta sobrepase, directamente o en los términos del n.º 1 del artículo 20º, un tercio o mitad de los derechos de voto correspondientes al capital social (...)*, debiendo lanzar la oferta *sobre la totalidad de las acciones o de otros valores mobiliarios emitidos por esa sociedad que confieran derecho a su suscripción o adquisición.*

Además, en el **año 2012**, Caixabank solicitó a la Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) <sup>26</sup> tras haber firmado con el Banco Itaú un contrato de compraventa de la participación del 18,87% que este tenía sobre el BPI, pasando a ser titular del 48,97% del capital social de BPI, el reconocimiento de la **inexistencia de control sobre BPI** por CaixaBank y, en consecuencia, **la dispensa a CaixaBank del deber de lanzamiento de opa obligatoria sobre el 100% del capital de BPI** cuando se supera el umbral de un tercio de los derechos de voto correspondientes al capital social de una sociedad cotizada en Portugal, todo ello de acuerdo con el **artículo 187.º, n.º 2 del Código dos Valores Mobiliários**, que dispone lo siguiente:

*<<No es exigible el lanzamiento de oferta cuando, sobrepasando el límite de un tercio, la persona que estaría obligada a ella pruebe ante la CMVM **no tener el dominio de la sociedad afectada** ni estar con esta en relación de grupo.>>*

Pues bien, la CMVM portuguesa reconoció, con la información disponible en aquel momento, la **inexigibilidad del lanzamiento de una OPA obligatoria al considerar probado** que, con dicha participación, CaixaBank no obtenía el control de BPI en la medida en que:

---

<sup>26</sup> Caixabank [En línea], hecho relevante de 20 de abril de 2012. Disponible en: [https://www.caixabank.com/StaticFiles/pdfs/120420\\_HRCaixaBank\\_BPI\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/StaticFiles/pdfs/120420_HRCaixaBank_BPI_es.pdf) >. [Consulta, 13 de noviembre 2016].

- a) CaixaBank no podía ejercer individualmente el control en la junta de accionistas de BPI al existir accionistas cualificados que en su conjunto superaban la capacidad de voto de CaixaBank.
- b) Existía proporcionalidad entre la representación de CaixaBank en el consejo de administración de BPI y su capacidad de voto.
- c) Se mantenía la actual limitación estatutaria de los derechos de voto en BPI.
- d) Siempre que se comunicara regularmente a la CMVM la evolución de la intervención de CaixaBank en el gobierno corporativo de BPI. Además, el regulador consideró que en el supuesto de que en los dos años siguientes CaixaBank lanzase una opa sobre BPI, el precio de la oferta -sin perjuicio de la exigencia de precio equitativo en caso de opa obligatoria-, no podría ser inferior al precio por acción pagado en la presente adquisición.<sup>27</sup>

Pues bien, **esta dispensa se mantenía a fecha 18 de abril de 2016 al perdurar las condiciones que la motivaron**, momento en el que se lanzó la presente OPA. Este dato viene a reforzar, por lo tanto, su naturaleza de OPA voluntaria.

**3º Es una OPA amistosa:** No obstante, antes conviene aclarar en primer lugar qué debe entenderse por OPA amistosa y por OPA hostil.

En este sentido, buena parte de la doctrina entre los que se encuentra SANCHEZ CALERO<sup>28</sup> critican la utilización de una “terminología equívoca” a la hora de definir estas figuras, sobre todo, a raíz de la ausencia de regulación legislativa en este ámbito.

De este modo, tradicionalmente se ha venido asumiendo que nos encontramos ante una **OPA hostil** en aquellos supuestos en los que una mayoría de administradores de la sociedad opada se muestra contraria a la posible adquisición.

---

<sup>27</sup>Caixabank [En línea], hecho relevante de 20 de abril de 2012. op.cit.

<sup>28</sup> SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J. “Las OPAS en el Mercado Español (Observaciones a partir de la práctica más reciente)”, [en línea]. *Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores*, nº 6, 2002, pp.31 y ss. <<http://eprints.sim.ucm.es/6434/1/15.OPAs.pdf>> [Consulta, 15 de noviembre 2016].

Así, según RECALDE CASTELLS<sup>29</sup> “la hostilidad hace referencia la aquiescencia o la oposición a la oferta de los administradores de la sociedad afectada”.

Como indica el profesor SANCHEZ CALERO, a través de este enfoque “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”, de tal manera que se califica la OPA según el posible impacto sobre los administradores de la sociedad opada, que podrían verse privados de los beneficios que venían recibiendo por su condición.

Sin embargo, la propia realidad de la OPA muestra que son los accionistas de la sociedad opada los verdaderos destinatarios de la operación, de tal manera que la hostilidad debe tener en cuenta el impacto de la misma sobre los intereses de los accionistas, por lo que difícilmente nos hallaremos ante una OPA hostil en aquellos supuestos en los que la cantidad ofrecida por acción supere a la de su valor de cotización.<sup>30</sup>

Pues bien, si nos atenemos a esta última definición para analizar la OPA lanzada por Caixabank al banco BPI, observamos que a priori, las principales reticencias accionariales por las razones que mencionaré más tarde, han sido protagonizadas por su segundo mayor accionista, **Santoro Finance-Prestação de Serviços S.A.**<sup>31</sup>, que ostenta una participación del 18.56% del capital social del BPI y cuya fundadora y directora ejecutiva es Isabel Dos Santos, hija del primer ministro de Angola, José Eduardo Dos Santos. Por ello, stricto sensu, **no podemos afirmar que exista hostilidad** por parte de la mayoría del accionariado.

Incluso si acogiéramos la teoría de la hostilidad según la aquiescencia o no de los miembros del **Consejo de Administración del BPI frente a la OPA**, llegaríamos a la misma conclusión en la medida en que de los 22 miembros que lo

---

<sup>29</sup> JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) Derecho de OPAs. “Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español.” Valencia: Tirant Lo Blanch, 2010, pp.29.

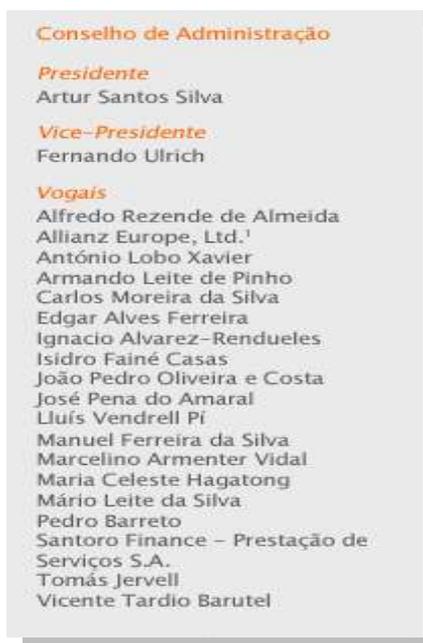
<sup>30</sup> SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J.; TAPIA HERMIDA, A.J. op.cit., pp. 31. [Consulta, 15 de noviembre 2016].

<sup>31</sup> Caixabank [En línea], hecho relevante de 18 de abril de 2016. Disponible en: <[https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion\\_accionistas\\_inversor/es/160418\\_HR\\_BPI\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversor/es/160418_HR_BPI_es.pdf)>. [Consulta, 16 de noviembre 2016].

componen, solamente uno<sup>32</sup>, Mário Leite da Silva, representa los intereses de Santoro Finance-Prestação de Serviços S.A. en dicho órgano.

Para confirmar lo dicho, con fecha 17 de mayo de 2016 y en cumplimiento de lo dispuesto en el art. 181.1 del CVM “deberes de la sociedad opada”, el Consejo de Administración del BPI emitió un comunicado a la CMVM donde declara literalmente que la OPA lanzada por CaixaBank es “oportuna” y “amigable” al recordar que CaixaBank es “una institución financiera de gran credibilidad, que es accionista del BPI desde 1995”.<sup>33</sup>

Por su parte, **CaixaBank** únicamente está representado en el Consejo de Administración por 4 miembros<sup>34</sup> (Isidro Fainé Casas, Antonio Massanell Lavilla, Ignacio Alvarez-Rendueles y Lluís Vendrell Pi) lo que pone de manifiesto de nuevo la desproporcionalidad existente entre su participación social en la sociedad y su representación en el Consejo. La composición del Consejo de Administración del BPI se configura de la siguiente manera:



*Fuente: Banco Português de Investimento [en línea]: Órganos sociales.*

<sup>32</sup> Vid. Informes y cuentas anuales BPI, ejercicio 2015, pp. 378 a 382.

<sup>33</sup> CaixaBank [En línea], Informe de 17 de Mayo de 2016 emitido por el Consejo de Administración de BPI dirigido a la CMVM valorando la oportunidad de la OPA y el precio ofrecido. Disponible en: <<http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR60329.pdf>>. [Consulta, 16 de noviembre de 2016].

<sup>34</sup> Vid. Informes y cuentas anuales BPI, ejercicio 2015, op.cit.

En definitiva, una vez analizadas todas estas circunstancias podemos afirmar que nos encontramos ante una **OPA amistosa**.

## **2.2. Procedimiento de la OPA**

A priori, podemos afirmar que no existen grandes diferencias entre el procedimiento a seguir en materia de OPAs en el ordenamiento español (arts. 60 y 61 LMV y arts. 16 a 27 de la RDOPAS) con respecto al portugués (arts. 112 a 186 CVM) y que podemos sintetizar de la siguiente manera:

1º Una vez tomada la decisión de lanzar la OPA en la junta general de socios de la correspondiente compañía oferente, esta debe enviar un **anuncio preliminar (folleto en el caso Español)** a la CMVM, a la sociedad afectada y a las entidades gestoras de los mercados regulados en los que las acciones que sean objeto de oferta o que constituyan la contrapartida estén admitidos a negociación, procediendo de inmediato a la respectiva publicación (**art.175.1 CVM**).

La publicación del anuncio preliminar obliga al oferente a (**art.175.2 CVM**):

- a) Lanzar la oferta en términos que no sean menos favorables para los destinatarios que los que constan en ese anuncio.
- b) Requerir el registro de la oferta en el plazo de 20 días, prorrogable por la CMVM hasta 60 días en las oferta públicas de canje.
- c) Informar a los representantes de sus trabajadores o, en caso de no existir, a los propios trabajadores sobre el contenido de los documentos de la oferta, para que estos se conviertan en públicos.

2º El anuncio preliminar presentado ante la CMVM debe contener los siguiente **datos** (**art. 176.1 CVM**): el nombre del oferente, el de la sociedad afectada, identificar el número de acciones a los que se dirige, la contrapartida a dicha oferta, el intermediario financiero encargado de la asistencia a la oferta, etc.

3º La CMVM examinará dicha propuesta y dictará resolución **registrando de manera previa** la formulación de la OPA (**Art. 114 CVM**). Dicho registro deberá ser comunicado al oferente en el plazo de 8 días (**Art. 118.1 CVM**).

4º El plazo de vigencia de la oferta debe ser fijado en conformidad con sus características, con la defensa de los intereses de los destinatarios y del oferente y con las exigencias de funcionamiento del mercado (**Art. 125 CVM**).

La declaración de aceptación de los destinatarios de la oferta consistirá en una orden dirigida al intermediario financiero designado en el anuncio preliminar. (**Art. 126 CVM**).

5º Terminado el plazo de oferta, el resultado de esta es inmediatamente publicado por el intermediario financiero que concentre las declaraciones de aceptación, o en sesión especial del mercado regulado (**Art. 127 CVM**).

### **3.- AUTORIDADES QUE DEBEN DAR SU VISTO BUENO A LA OPA. ESPECIAL REFERENCIA A LA COMISIÓN EUROPEA.**

A la hora de enumerar las instituciones y supervisores bancarios que deben dar su consentimiento a esta operación, hay que partir, tal y como mencioné anteriormente, de la obtención del registro previo de la OPA ante la **CMVM** en aplicación del **artículo 114 del CVM**.

Dicho esto, resultará también preceptiva<sup>35</sup>:

1.- La no oposición **Banco Central Europeo**, en virtud de lo dispuesto en los artículos 102 y 103 del Regime Geral das Instituições de Crédito e Sociedades Financeiras, aprobado por el Decreto-Lei n.º 298/92, de 31 de diciembre, tal y como sucesivamente modificado (“RGICSF”), y de las disposiciones aplicables de la Directiva 2013/736/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2013, del Reglamento (UE) n.º

---

<sup>35</sup> Caixabank [En línea], hecho relevante de 21 de septiembre de 2016. Disponible en: <[https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion\\_accionistas\\_inversores/160921\\_HR\\_BPI\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversores/160921_HR_BPI_es.pdf)>. [Consulta, 17 de noviembre 2016].

1024/2013, del Consejo, de 15 de octubre de 2013, y del Reglamento (UE) n.º 468/2014 del Banco Central Europeo, de 16 de abril de 2014.

2.- La no oposición de la **Autoridade de Supervisão dos Seguros e dos Fundos de Pensões** en virtud de lo dispuesto en el artículo 44 del Decreto-Lei n.º 94-B/98, de 17 de abril, tal y como ha sido modificado, y del artículo 38, n.º 2 del Decreto-Lei n.º 12/2006, de 20 de enero, tal y como ha sido modificado.

3.- La obtención de la autorización del **Banco de España** para adquirir participaciones significativas indirectas de CaixaBank en Banco Fomento de Angola, S.A. (“BFA”), en Banco de Comércio e Investimentos, S.A. (“BCI”) y en Banco BPI Cayman Ltd.

En este sentido se pronuncia el **art. 18.1 del Real Decreto 84/2015**, de 13 de febrero, por el que se desarrolla la Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito:

*<El régimen de autorización previsto en los artículos 6 a 10 de la Ley 10/2014, de 26 de junio, será de aplicación a los supuestos de creación de una entidad de crédito extranjera no autorizada en un Estado miembro de la Unión Europea por una entidad de crédito establecida en España, y a los de adquisición de una participación significativa en una entidad de ese tipo, ya sea esta adquisición efectuada de forma directa o de forma indirecta a través de entidades controladas por la entidad de crédito o grupo de entidades de crédito interesadas.>*

4.- La no oposición de la **Commission de Surveillance du Secteur Financier del Gran Ducado de Luxemburgo** para adquirir una participación cualificada indirecta de CaixaBank en la sociedad gestora de derecho luxemburgués “BPI Global Investment Fund Management Company S.A.”.

5.- La no oposición de la **Cayman Islands Monetary Authority** de las Islas Caimán para la adquisición, por CaixaBank, del control en la sucursal del BPI en las Islas Caimán y de una participación cualificada indirecta en el Banco BPI Cayman Ltd.

6.- La autorización del **Banco Nacional de Angola** para adquirir una participación cualificada indirecta de CaixaBank en BFA.

7.- La autorización del **Banco de Moçambique** para adquirir una participación cualificada indirecta de CaixaBank en BCI.

8.- Y finalmente la obtención de la aprobación de la **Comisión Europea**, en los términos del Reglamento (CE) n.º 139/2004, del Consejo, de 20 de enero de 2004 relativo al control de concentraciones de empresas y a la que ahora me referiré con mayor detenimiento.

### 3.1. Especial referencia a la Comisión Europea

Como bien indican los letrados IGARTUA ARREGUI y TRONCOSO FERRER<sup>36</sup>, aquella oferta pública de adquisición de valores que termine con un resultado positivo para la sociedad ofertante, puede derivar en una “concentración” entre ambas, que dependiendo del volumen de negocios o la cuota de mercado de la que disfruten, podrá verse sometida “a control previo de las autoridades de competencia”, tanto “**nacionales**” como “**comunitarias**”; en el presente caso, por la **Autoridade da Concorrência** (en adelante, AdC) o bien, por la **Comisión Europea**, puesto que una misma operación de concentración no puede ser objeto de control simultáneo por ambas autoridades.

Se prevé por lo tanto dos sistema de control de concentraciones cuyo objetivo común es impedir aquellas operaciones susceptibles de privar a los consumidores de los beneficios de una **competencia efectiva**.<sup>37</sup>

Dicho esto, llega el momento de elegir a qué autoridad de las dos mencionadas deberá notificársele previamente la oferta pública de adquisición lanzada frente a BPI, y a la

---

<sup>36</sup> IGARTUA ARREGUI, I.; TRONCOSO FERRER, M. “El control de concentraciones en las OPAS” en JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.), Valencia: Tirant Lo Blanch, 2010. pp. 711 y 713.

<sup>37</sup> LEANDRO VASCONCELOS, R. “Práctica Jurídica Interdisciplinar. Universidades Nova de Lisboa, Módulo Concorrência”, Cuatrecasas. Gonçalves Pereira, Mayo 2012, pp.12.

que le corresponderá a su vez decidir si la operación provoca o no alteraciones en la libre competencia y en consecuencia cabe proseguir o no con ella.

Pues bien, tanto la AdC como la Comisión Europea utilizan el criterio de volumen de negocio (**Art. 1 apartados 2 y 3 del Reglamento CE nº 139/2004** y **Art. 37.1 Lei da Concorrência**). Volumen de negocios que conforme al **art. 5.3 a) del Reglamento 139/2004** se valorará de la siguiente manera para las entidades de crédito:

*<El volumen de negocios se sustituirá:*

*a) en el caso de las entidades de crédito y otras entidades financieras, por la suma de las siguientes partidas de ingresos, según se definen en la Directiva 86/635/CEE del Consejo, previa deducción, en su caso, del impuesto sobre el valor añadido y de otros impuestos directamente relacionados con dichos ingresos:*

- i. intereses y rendimientos asimilados,*
- ii. rendimientos de títulos: — rendimientos de acciones y otros títulos de renta variable, — rendimientos de participaciones, — rendimientos de acciones en empresas vinculadas,*
- iii. comisiones cobradas,*
- iv. beneficios netos procedentes de operaciones financieras,*
- v. otros resultados de explotación.*

*El volumen de negocios de las entidades de crédito y otras entidades financieras realizado en la Comunidad o en un Estado miembro incluirá las partidas de ingresos anteriormente definidas de la sucursal o división de la entidad radicada en la Comunidad o en el Estado miembro, según el caso;>*

Adicionalmente, la AdC utiliza también el criterio de cuota de mercado. A continuación, procederé a desglosar **ambos artículos** :

**a) Art. 1 apartados 2 y 3 del Reglamento CE 139/2004.**

*<2. Una concentración tendrá dimensión comunitaria cuando:*

- a) el volumen de negocios total a escala mundial realizado por el conjunto de las empresas afectadas supere los **5 000 millones de euros**, y*

- b) *el volumen de negocios total a escala comunitaria realizado individualmente por al menos dos de las empresas afectadas por la concentración supere los **250 millones de euros**, salvo que cada una de las empresas afectadas realice más de dos tercios de su volumen de negocios total comunitario en un mismo Estado miembro.*
3. *Una concentración que no alcance los umbrales establecidos en el apartado 2 tendrá dimensión comunitaria cuando:*
- a) *el volumen de negocios total a escala mundial realizado por el conjunto de las empresas afectadas supere los **2 500 millones de euros**;*
- b) *en al menos tres Estados miembros, el volumen de negocios total realizado por el conjunto de las empresas afectadas supere los **100 millones de euros** en cada uno de dichos Estados miembros;*
- c) *en al menos tres Estados miembros contemplados a efectos de la letra b), el volumen de negocios total realizado individualmente por al menos dos de las empresas afectadas supere los **25 millones de euros** en cada uno de dichos Estados miembros, y*
- d) *el volumen de negocios total a escala comunitaria realizado individualmente por al menos dos de las empresas afectadas supere los **100 millones de euros**, salvo que cada una de las empresas afectadas realice más de dos tercios de su volumen de negocios total en la Comunidad en un mismo Estado miembro.>*

**b) Art. 37.1 Lei da Concorrência.**

*<1. As operações de concentração de empresas estão sujeitas a notificação prévia quando preencham uma das seguintes condições:*

- a) *Em consequência da sua realização se adquira, crie ou reforce uma **quota igual ou superior a 50 %** no mercado nacional de determinado bem ou serviço, ou numa parte substancial deste;*
- b) *Em consequência da sua realização se adquira, crie ou reforce **uma quota igual ou superior a 30 % e inferior a 50 %** no mercado nacional de determinado bem ou serviço, ou numa parte substancial deste, desde que o volume de negócios realizado individualmente em Portugal, no último exercício, por pelo menos duas das*

empresas que participam na operação de concentração seja superior a cinco milhões de euros, líquidos dos impostos com estes diretamente relacionados;

- c) *Conjunto das empresas que participam na concentração tenha realizado em Portugal, no último exercício, um volume de negócios superior a 100 milhões de euros, líquidos dos impostos com este diretamente relacionados, desde que o volume de negócios realizado individualmente em Portugal por pelo menos duas dessas empresas seja superior a cinco milhões de euros.>*

Expuestos ambos artículos, debemos analizar ahora los **resultados contables** de ambas sociedades para buscar el encaje a la presente OPA:

### CAIXABANK

-Volumen de negocio de CaixaBank (año 2015) una vez aplicada la regla del art. 5.3 a) del Reglamento 139/2004.

<b>Información geográfica: distribución de los ingresos ordinarios (*)</b>						
(Millones de euros)						
	Negocio bancario y de seguros		Participaciones		TOTAL GRUPO CaixaBank	
	2015	2014	2015	2014	2015	2014
España	12.617	12.511	50	376	12.666	12.887
Polonia	9	11			9	11
Marruecos	7	4			7	4
Resultados puesta en equivalencia participaciones asociadas internacionales (**)			385	(15)	385	(15)
<b>Total ingresos ordinarios</b>	<b>12.633</b>	<b>12.526</b>	<b>435</b>	<b>361</b>	<b>13.067</b>	<b>12.887</b>

(\*) Corresponden a los siguientes epígrafes de la Cuenta de Pérdidas y Ganancias del Grupo CaixaBank: 1. Intereses y rendimientos asimilados, 4. Rendimiento de instrumentos de capital, 5. Resultados de las entidades valoradas por el método de la participación, 6. Comisiones percibidas, 8. Resultados de operaciones financieras (neto) y 10. Otros productos de explotación.

(\*\*) Corresponde a los resultados de la puesta en equivalencia de las participaciones en entidades asociadas internacionales, principalmente GF Inbursa (México), Banco BPI (Portugal), The Bank of East Asia (Hong Kong) y Erste Group Bank (Austria).

*Fuente: Cuentas anuales consolidadas CaixaBank, 2015.*

## BPI

**-Volumen de negocio del BPI (año 2015) una vez aplicada la regla del art. 5.3 a) del Reglamento 139/2004.**

Conta de resultados consolidada		Valores em M.€				
		Proforma 2014 <sup>4</sup>	2014	2015		Consolidado
		Consolidado	Consolidado	Actividade doméstica	Actividade internacional	
Margem financeira estrita	1	485.3	485.3	316.4	308.2	624.6
Outros rendimentos <sup>3</sup>	2	29.1	29.1	38.8	0.0	38.8
<b>Margem financeira</b>	[= 1 + 2]	<b>514.5</b>	<b>514.5</b>	<b>355.2</b>	<b>308.2</b>	<b>663.4</b>
Resultado técnico de contratos de seguros	4	34.4	34.4	31.8	0.0	31.8
Comissões e outros proveitos (líquidas)	5	312.2	312.2	255.9	68.7	324.7
Ganhos e perdas em operações financeiras	6	24.9	24.9	47.9	146.7	194.6
Rendimentos e encargos operacionais	7	(28.2)	(28.2)	(24.7)	(7.9)	(32.6)
<b>Produto bancário</b>	[= Σ 3 a 7]	<b>857.7</b>	<b>857.7</b>	<b>666.2</b>	<b>515.7</b>	<b>1 181.9</b>

*Fuente: Informe y cuentas anuales BPI (año 2015)*

Pues bien, basta con observar los resultados del volumen de negocio de Caixabank para afirmar que nos encontramos ante una **concentración de dimensión comunitaria**; en concreto la del **art. 1 apartado 2 a) del Reglamento 139/2004**: “cuando el volumen de negocios total a escala mundial realizado por el conjunto de las empresas afectadas supere los **5 000 millones de euros**”, siendo, por tanto, necesaria su **notificación a la Comisión** antes de su ejecución, en cuanto se hubiera anunciado la oferta pública de adquisición, en virtud del **art. 4.1 del Reglamento**.

Tras la preceptiva notificación, la Comisión Europea acabó pronunciándose el 8 de junio de 2016<sup>38</sup>, donde decidió **no oponerse** a la concentración en base al **art. 6.1 b)** del Reglamento, tras comprobar que pese a entrar en el ámbito de aplicación del Reglamento, la concentración **no planteaba serias dudas en cuanto a su compatibilidad con el mercado común**.

<sup>38</sup> Comunicación de la Comisión Europea, *Case M.8063 - CAIXABANK / BANCO BPI, C* (2016) 3653 final, [En línea]. 8 de junio, 2016, Bruselas. <[http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m8063\\_68\\_3.pdf](http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m8063_68_3.pdf)>. [Consulta: 19 noviembre 2016].

#### 4.- DEBERES QUE VINCULAN AL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL BPI TRAS LA PUBLICACIÓN DE LA OPA.

Conviene comenzar diciendo que desde los primeros proyectos de normativa europea armonizadora de OPAs<sup>39</sup> hasta la ya mencionada Directiva 2004/25/CE, se consideró de vital importancia la introducción de un deber básico, en virtud del cual se restringieran las facultades de los administradores de la sociedad afectada desde el momento en que se hiciera pública la OPA; todo ello, con el objetivo de **evitar que esta se acabase frustrando por decisiones adoptadas por los administradores**, al poder existir un “conflicto de intereses”<sup>40</sup> entre ellos -al querer “permanecer en sus cargos”-, y “el de los accionistas de obtener un precio elevado por sus acciones”. Nos estamos refiriendo al **deber de pasividad o *passivity rule***.

Pues bien, este deber se acabó plasmando en el **art. 9** de la Directiva con el título **“Obligaciones del órgano de administración o dirección de la sociedad afectada”**, y cuyo apartado 2º estipula lo siguiente:

*<Durante el período contemplado en el segundo párrafo, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada estará obligado a obtener la autorización previa de la junta general de accionistas a tal efecto antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y, en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores<sup>41</sup> que pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada.*

*Dicha autorización será obligatoria al menos a partir del momento en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada reciba la información contemplada en la primera frase del apartado 1 del artículo 6 sobre la oferta y en tanto su resultado no se haya hecho público o la oferta no haya caducado. Los Estados miembros podrán disponer que se adelante el momento a partir del cual debe obtenerse tal autorización, por ejemplo, a partir de aquél en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada tenga conocimiento de la inminencia de la oferta.>*

---

<sup>39</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. “Ofertas públicas...”. Op. Cit. pp. 375 y ss.

<sup>40</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. op.cit pp. 390.

<sup>41</sup> El art. 182 del CVM al que luego me referiré, prohíbe expresamente en su apartado 2º b) la “emisión de acciones o de otros valores mobiliarios que confieran derecho a su suscripción o adquisición y la celebración de contratos que persigan la enajenación partes importantes del activo social”.

Como se puede observar, y tal y como indica SANCHEZ CALERO<sup>42</sup>, nos encontramos más bien ante una “pasividad relativa”, al no conllevar una paralización total de la actividad ordinaria de la sociedad, lo cual es beneficioso.

Pues bien, por lo que respecta a la trasposición de este artículo al CVM portugués, conviene comenzar diciendo que se trataba de un deber ya contemplado en este cuerpo legal (**art. 182 CVM**<sup>43</sup>). Sin embargo, el Decreto-Ley n.º 219/2006, por el que Portugal traspuso la directiva 25/2004/CE a su ordenamiento introdujo las siguientes modificaciones<sup>44</sup>:

- 1) La limitación de los poderes del órgano de administración se extiende ahora también a los actos de ejecución de aquellas decisiones adoptadas antes de hacerse pública la OPA y que no hayan sido parcial o totalmente ejecutados.
- 2) Además, de acuerdo con el art. 182.3 c) CVM, se excluirá del deber de pasividad los actos destinados a la búsqueda de otras ofertas, de acuerdo con el primer párrafo del art. 9.2 de la Directiva.
- 3) Finalmente, una de las principales medidas adoptadas fue la introducción de la clausula de reciprocidad (**Art. 182.6 CVM en aplicación de los arts. 12.1 y 12.2 de la Directiva 25/2004/CE**), clausula también acogida por buena parte de los países de nuestro entorno y en virtud de la cual una sociedad portuguesa no estará vinculada al deber de pasividad si la OPA hubiera sido lanzada por una sociedad extranjera en cuyo país no exista el deber de pasividad, y es que el **art. 12.1 de la Directiva** permite a los Estados Miembros **no acogerse**<sup>45</sup> a este deber, lo cual no hace sino restar eficacia armonizadora a la Directiva:

*<1. Los Estados miembros podrán reservarse el derecho de no requerir a las sociedades contempladas en el apartado 1 del artículo 1 que tengan el domicilio social en su territorio que apliquen los apartados 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11.>*

---

<sup>42</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. op.cit pp.390.

<sup>43</sup> En el caso español, art. 134 TRLMV y art. 28 RDOPAS.

<sup>44</sup> SÁ COUTO, A., “Breve comentario...” Op. Cit. pp. 74 y 75.

En este sentido, entre los Estados Miembros que en el año 2012 no habían traspuesto la clausula de reciprocidad destacan las ausencias de Alemania, Holanda y Dinamarca (países que tradicionalmente no habían acogido esta clausula en sus ordenamientos). Por su parte, los países que sí habían realizado dicha trasposición eran: Bulgaria, República Checa, Estonia, Grecia, España, Francia, Irlanda, Italia, Chipre, Letonia, Lituania, Malta, Austria, Portugal, Rumania, Eslovenia, Eslovaquia, Finlandia y Reino Unido.<sup>46</sup>

Pues bien, si trasponemos esta regulación al caso que aquí nos ocupa, observamos, tal y como menciona Caixabank en el **Hecho Relevante de 21 de septiembre de 2016**<sup>47</sup> que:

*<El Oferente (**Caixabank**) es una sociedad que se encuentra sujeta a disposiciones equivalentes a las previstas en el artículo 182 del Cód.VM, razón por la cual el órgano de administración de la Sociedad Afectada (BPI) se encuentra también sujeto a la regla de neutralidad (passivity rule) establecida en el mismo artículo.>*

De tal manera, que cabe presumir la **no producción**, por parte de los miembros del Consejo de Administración del BPI, **de acciones tendentes a la frustración de la presente OPA**, dando cumplimiento así a sus deberes de lealtad para con la sociedad (art. 64, Código das Sociedades Comerciais).

---

<sup>46</sup> European Commission. *Report of the implementation of the Directive on Takeover Bids*, Brussels 28.6.2012, COM(2012) 347 final.

<sup>47</sup> Caixabank [En línea], hecho relevante de 21 de septiembre de 2016. Disponible en: [https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion\\_accionistas\\_inversores/160921\\_HR\\_BPI\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversores/160921_HR_BPI_es.pdf). [Consulta, 20 de noviembre 2016].

## 5.- MECANISMOS LEGALES EXISTENTES PARA NEUTRALIZAR LAS MEDIDAS PREVENTIVAS IMPUESTAS POR EL BPI.

Una vez analizado el marco legal y de situación que va a condicionar la presente OPA, nos adentramos ya en el terreno de los mecanismos neutralizadores de la principal medida preventiva introducida por el BPI en sus estatutos: **la restricción del número máximo de votos que puede emitir cada accionista, estableciendo un tope del 20%**.

Esta clausula, prevista en el **art. 12.4 a)** de los estatutos y que se remonta al año 1999<sup>48</sup>, se ve incluso más agravada con lo dispuesto en el **art. 30.2** de los referidos estatutos, en virtud del cual:

*<La alteración de los números cuatro y cinco del artículo duodécimo (arts. 12.4 y 12.5), del número uno del artículo trigésimo primero, así como de este número dos, precisa de la aprobación del setenta y cinco por ciento (75%) de los votos expresos>.*

A modo de ejemplo, y para observar la dificultad a la hora neutralizar esta medida preventiva, ya en el **año 2015**, CaixaBank intentó su eliminación, celebrándose junta general a tal efecto, y siendo el resultado insuficiente para llegar a ese 75% necesario, tal y como reza el mencionado art. 30.2 de los Estatutos.

Y es que, a pesar de ser poseedor del 44% del capital social del BPI, la **activación de ese límite del 20% sobre CaixaBank**, provocó que tan solo el **52% de votos fueran favorables** a dicha proposición<sup>49</sup>.

Pues bien, teniendo en cuenta esta situación de partida, conviene encontrar los instrumentos legales necesarios para intentar desbloquearla; me estoy refiriendo a una posible utilización de **mecanismos de neutralización de medidas anti-opa** (*breakthrough*

---

<sup>48</sup> CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL BPI “Proposta de alteração de estatutos do banco BPI a submeter aos accionistas” Porto, 14 de Junio de 2016, (red electrónica).

<sup>49</sup> Vid. “Desblindar estatutos na banca só com dois terços dos votos”, en *Diário Jornal de Negócios*, 20 de abril de 2016. Disponible en: [http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/bancafinancas/detalhe/desblindar\\_estatutos\\_na\\_banca\\_so\\_co\\_m\\_dois\\_tercos\\_dos\\_votos](http://www.jornaldenegocios.pt/empresas/bancafinancas/detalhe/desblindar_estatutos_na_banca_so_co_m_dois_tercos_dos_votos). [Consulta, 20 de noviembre 2016].

*rule*). Para ello, conviene empezar exponiendo brevemente, cómo se ha ido desarrollando esta figura – la de la neutralización – en nuestro marco jurídico, tanto comunitario como nacional.

En este sentido, debemos comenzar diciendo que entre los principales objetivos de la Directiva 25/2004/CE se encontraba el poner en práctica el denominado “mercado interior”, intentando crear para ello un régimen armonizado sobre las diferentes posibilidades de provocar un cambio de control en las sociedades cotizadas de cualquiera de los Estados europeos<sup>50</sup>.

En cierto modo, se pretendía paliar todas esas prácticas políticas y empresariales con claros tintes nacionalistas/proteccionistas que no habían hecho más que minar el objetivo de crear un “mercado de control de las sociedades”<sup>51</sup>; prácticas que en los últimos años han proliferado en los diferentes Estados Miembros.

Dicho esto, fue el **informe Winter** quien por primera vez planteó la regla de la neutralización de las medidas anti-opa, permitiendo que aquellas restricciones que afectaran, por ejemplo, al ejercicio del derecho de voto o las que tuvieran su origen en los estatutos de la sociedad opada, **no pudieran oponerse durante el plazo de aceptación de la OPA**.

Su razón de ser no era otra que la de recompensar a aquel oferente, que tras haber formulado la OPA, se hubiera hecho con la práctica totalidad del capital de la empresa opada, siendo desproporcionado que tras ello siguiera sufriendo esas medidas defensivas que le impiden desplegar un **control eficaz sobre aquella sociedad**. Es decir, que la empresa adquirente logre el equilibrio entre riesgo y control<sup>52</sup>.

Con la **propuesta de Directiva del año 2002**, las críticas a esta primera configuración del mecanismo de neutralización no tardaron en llegar por parte de algunos Estados Miembros, que veían como problemática alguna de las cuestiones derivadas de esta

---

<sup>50</sup> SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. “La armonización disgregante: la Directiva de opas y el Principio de neutralización de medidas defensivas” en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 2006/3 Mayo 2006, pp. 4. (red electrónica)

<sup>51</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. op.cit pp.424.

<sup>52</sup> LARGO GIL, R. “La neutralización de las medidas anti-OPA preventivas”, Navarra: Thomson Civitas, 2007, pp.47.

nueva figura, tales como la compensación por pérdida de derechos.<sup>53</sup> Sin embargo, dicha propuesta se mantuvo más o menos fiel al mencionado Informe Winter.

Finalmente, llegamos a la redacción final de la **Directiva 2004/25/CE**, donde se puede observar cómo la oposición de diversos Estados Miembros, entre ellos Portugal, acaba haciendo mella en la propia eficacia del instrumento de neutralización y en el objetivo de establecer unas reglas de juego uniforme en los mercados financieros de los Estados Miembros (*level playing field*).<sup>54</sup>

Como bien indica la profesora LARGO GIL<sup>55</sup>, ya en algunos de los Considerandos de la Directiva, como el **número 18**, se deja entrever su falta de contundencia, sobre todo a la hora de proclamar la necesaria equivalencia entre la acción y el voto, principio también contemplado en el art. 384.1 del CSC portugués.

Dicho esto, entramos ya a analizar la configuración del **mecanismo de neutralización** previsto en el **art. 11 de la Directiva**, que con el título **“Neutralización”** estipula lo siguiente:

*< 1. Sin perjuicio de los demás derechos y obligaciones establecidos en el Derecho comunitario para las sociedades contempladas en el apartado 1 del artículo 1, los Estados miembros velarán por que se apliquen las disposiciones contempladas en los apartados 2 a 7 cuando se haga pública una oferta.*

*2. Durante el plazo de aceptación de la oferta establecido en el apartado 1 del artículo 7, no podrá aplicarse al oferente ninguna de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los estatutos de la sociedad afectada. Durante el plazo de aceptación de la oferta establecido en el apartado 1 del artículo 7, no podrá aplicarse al oferente ninguna de las restricciones a la transmisibilidad de valores prevista en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad o en acuerdos contractuales entre titulares de valores de la sociedad afectada celebrados tras la adopción de la presente Directiva.*

---

<sup>53</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. op.cit pp.422.

<sup>54</sup> LARGO GIL, R. op.cit pp.27.

<sup>55</sup> LARGO GIL, R. op.cit pp.26.

3. *Las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada no surtirán efecto en la junta general de accionistas que decida sobre posibles medidas de defensa con arreglo al artículo 9. Las restricciones al derecho de voto previstas en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad o en acuerdos contractuales entre titulares de valores de la sociedad celebrados tras la adopción de la presente Directiva no surtirán efecto en la junta general de accionistas que decida sobre posibles medidas de defensa con arreglo al artículo 9. Los valores con derechos de voto múltiple conferirán un solo voto en la junta general de accionistas que decida sobre posibles medidas de defensa con arreglo al artículo 9.*

4. *Cuando, tras una oferta, el oferente posea un 75 % o más del capital que confiera derecho de voto, las restricciones a la transmisibilidad de valores y al derecho de voto contempladas en los apartados 2 y 3, así como los derechos extraordinarios de los accionistas relativos al nombramiento o revocación de miembros del órgano de administración o dirección contemplados en los estatutos de la sociedad afectada dejarán de surtir efecto; los valores con derechos de voto múltiple conferirán un voto únicamente en la primera junta general de accionistas tras el cierre de la oferta, convocada por el oferente con el fin de modificar los estatutos o para revocar o designar miembros del órgano de administración o dirección. A tal efecto, el oferente deberá tener derecho a convocar una junta general de accionistas en breve plazo, siempre y cuando dicha junta se celebre al menos dos semanas después de su notificación.*

5. *Cuando se supriman derechos sobre la base de los apartados 2, 3 y 4 y/o del artículo 12, se establecerá una compensación equitativa por cualquier pérdida sufrida por los titulares de los derechos. Los Estados miembros establecerán los términos para determinar dicha compensación y las modalidades de pago. (...)>*

A priori, la redacción de dicho artículo 11, sobre todo, sus **apartados 3 y 4, parece realmente ambiciosa**, recogiendo un auténtico mecanismo de neutralización, incluso con medidas indemnizatorias (apartado 5). Sin embargo, estas expectativas rápidamente se desvanecen con la redacción del **artículo 12**, que viene a consagrar el **Pº de reciprocidad** y que lleva por título **“Disposiciones opcionales”**, disponiendo lo siguiente:

<1. Los **Estados miembros podrán reservarse el derecho de no requerir a las sociedades** contempladas en el apartado 1 del artículo 1 que tengan el domicilio social en su territorio **que apliquen los apartados 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11.**

2. Cuando los Estados miembros hagan uso de la opción referida en el apartado 1, **habrán de dar en cualquier caso a las sociedades** que tengan el domicilio social en su territorio **la opción reversible de aplicar los apartados 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11, sin perjuicio del apartado 7 del artículo 11.** La decisión de la sociedad deberá ser adoptada por la junta general de accionistas de conformidad con la legislación aplicable donde la sociedad tenga su domicilio social y con arreglo a las normas aplicables a las modificaciones de los estatutos. La decisión habrá de notificarse a la autoridad supervisora del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social, así como a todas las autoridades supervisoras de los Estados miembros en los que los valores estén admitidos a cotización en un mercado regulado o cuya admisión se haya solicitado.

3. Con arreglo a las condiciones determinadas por la legislación nacional, **los Estados miembros podrán eximir a las sociedades a las que se apliquen los apartados 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11 de la aplicación de dichas disposiciones si son objeto de una oferta pública de adquisición por parte de una sociedad que no aplica las mismas disposiciones que éstas, o por parte de una sociedad controlada directa o indirectamente por esta última, de conformidad con el artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE.**

4. Los Estados miembros velarán por que se den a conocer inmediatamente las disposiciones aplicables a las sociedades respectivas.

5. Cualquier medida aplicada con arreglo a lo dispuesto en el apartado 3 estará sujeta a la autorización de la junta general de accionistas de la sociedad afectada, que habrá de producirse con una antelación no superior a 18 meses antes de hacerse pública la oferta de adquisición de conformidad con el apartado 1 del artículo 6.>

En definitiva, lo que provocan los apartados 1, 2 y 3 de este artículo es **convertir en opcional** el mecanismo de neutralización, permitiendo a los Estados Miembros no

aplicar dicha regla a las **sociedades cuya sede social radique en su territorio**, habilitando, por tanto implícitamente, el mantenimiento de barreras frente a las OPAS.<sup>56</sup>

De tal manera, que por lo que respecta a la neutralización de medidas preventivas anti-opa, esta Directiva solo consigue, en palabras de LARGO GIL<sup>57</sup>, “una solución de puro compromiso”, en vez de lograr una autentica “armonización entre los ordenamientos nacionales”, conduciendo, según SANCHEZ-CALERO GUILARTE a una “**armonización disgregante**”<sup>58</sup>.

En la siguiente tabla se expone la trasposición o no de los mecanismos neutralizadores, de reciprocidad y de pasividad, en los diferentes Estados Miembros:

	Transposition of the Directive	Obligation to apply the board neutrality rule	Obligation to apply the breakthrough rule	Reciprocity
<b>Austria</b>	yes	yes	no	no
<b>Belgium</b>	no	no	no	yes
<b>Cyprus</b>	no	yes	no	yes
<b>Czech Republic</b>	no	yes	no	no
<b>Denmark</b>	yes	no	no	yes
<b>Estonia</b>	no	yes	yes	no
<b>Finland</b>	yes	Expectedly yes <sup>32</sup>	no	no
<b>France</b>	yes	yes	no	yes <sup>33</sup>
<b>Germany</b>	yes	no	no	yes
<b>Greece</b>	yes	yes	no	yes
<b>Hungary</b>	yes	yes	no	yes
<b>Ireland</b>	yes	yes	no	no
<b>Italy</b>	no	no	no	yes
<b>Latvia</b>	yes	yes	yes	no
<b>Lithuania</b>	yes	yes	yes	no
<b>Luxembourg</b>	yes	no	no	yes
<b>Malta</b>	yes	yes	no	no
<b>The Netherlands</b>	no	no	no	yes
<b>Poland</b>	no	no	no	yes
<b>Portugal</b>	yes	yes	no	yes
<b>Slovakia</b>	yes	yes	no	no
<b>Slovenia</b>	yes	yes	no	yes
<b>Spain</b>	no	yes	no	yes
<b>Sweden</b>	yes	yes	no	no
<b>UK</b>	yes	yes	no	no

*Fuente: Anexo 1, Report of the European Commission on the implementation of the Directive on Takeover Bids from 21.02.2007, SEC (2007) 268.*

<sup>56</sup> LARGO GIL, R. op.cit pp.24 a 26.

<sup>57</sup> LARGO GIL, R. op.cit pp.24.

<sup>58</sup> SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. op.cit, pp 2 y ss.

## 5.1. La trasposición llevada a cabo en el ordenamiento jurídico portugués y su aplicación en el presente caso.

Finalmente, fue el **art. 182º-A del CVM**, con el título “**Suspensão voluntária de eficácia de restrições transmissivas e de direito de voto**”, el que vino a trasponer al ordenamiento portugués el marco regulatorio resultante de lo dispuesto en los arts. 11 y 12 de la Directiva, estipulando lo siguiente:

<1 - *As sociedades sujeitas a lei pessoal portuguesa **podem prever estatutariamente** que:*

*a) As restrições, previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, referentes à transmissão de ações ou de outros valores mobiliários que dêem direito à sua aquisição ficam suspensas, não produzindo efeitos em relação à transmissão decorrente da aceitação da oferta;*

*b) As restrições, previstas nos estatutos ou em acordos parassociais, referentes ao exercício do direito de voto ficam suspensas, não produzindo efeitos na assembleia geral convocada nos termos da alínea b) do n.º 3 do artigo anterior;*

*c) Quando, na sequência de oferta pública de aquisição, seja atingido pelo menos 75 % do capital social com direito de voto, ao oferente não são aplicáveis as restrições relativas à transmissão e ao direito de voto referidas nas anteriores alíneas, nem podem ser exercidos direitos especiais de designação ou de destituição de membros do órgão de administração da sociedade visada.*

*2 - Os estatutos das sociedades abertas sujeitas a lei pessoal portuguesa que não exerçam integralmente a opção mencionada no número anterior **não podem fazer depender a alteração ou a eliminação das restrições referentes à transmissão ou ao exercício do direito de voto de quórum deliberativo mais agravado do que o respeitante a 75 % dos votos emitidos.***

*3 - Os estatutos das sociedades abertas sujeitas a lei pessoal portuguesa que exerçam a opção mencionada no n.º 1 podem prever que o regime previsto **não seja aplicável** a ofertas públicas de aquisição dirigidas por sociedades oferentes que não estejam sujeitas às mesmas regras ou que sejam dominadas por uma sociedade que não se sujeite às mesmas regras.*

4 - O oferente é responsável pelos danos causados pela suspensão de eficácia de acordos parassociais integralmente divulgados até à data da publicação do anúncio preliminar.

5 - O oferente não é responsável pelos danos causados aos accionistas que tenham votado favoravelmente as alterações estatutárias para efeitos do n.º 1 e as pessoas que com eles se encontrem em alguma das relações previstas no artigo 20.º

6 - A aprovação de alterações estatutárias para efeitos do n.º 1 por sociedades sujeitas a lei pessoal portuguesa e por sociedades emittentes de valores mobiliários admitidos à negociação em mercado regulamentado nacional deve ser divulgada à CMVM e, nos termos do artigo 248.º, ao público.

7 - As cláusulas estatutárias referentes à suspensão de eficácia das restrições relativas à transmissão e ao direito de voto referidas no n.º 1 apenas podem vigorar por um prazo máximo de 18 meses, sendo renováveis através de nova deliberação da assembleia geral, aprovada nos termos legalmente previstos para a alteração dos estatutos.

8 - O disposto no presente artigo não se aplica no caso de um Estado membro ser titular de valores mobiliários da sociedade visada que lhe confira direitos especiais.>

En definitiva, este artículo **182-A del CVM** viene a **plasmear íntegramente** el régimen y los vicios de los que adolece la figura de la neutralización en la Directiva 25/2004/CE (arts. 11 y 12):

- 1) Al **dejar al arbitrio de las sociedades** el prever o no una posible suspensión de las medidas anti-opa, tal y como se puede observar en el apartado 1º del art. 182-A, “*As sociedades sujeitas a lei pessoal portuguesa **podem prever estatutariamente** (...)*”.
- 2) Al **aceptar la regla de la reciprocidad** del art. 12 de la Directiva, integrándola en el apartado 3º del art. 182-A, en virtud del cual, a pesar de tolerar la sociedad opada una eventual suspensión de las medidas preventivas tras haber hecho uso de alguno de los mecanismos del apartado 1º del art. 182 CVM, se le permite, sin embargo, su **no aplicación** en el

supuesto de que **la sociedad oferente no estuviera sujeta a las mismas reglas.**

Situación que no es susceptible de ocurrir en el presente caso, en la medida en que el **art. 60 ter, apartados 1, 2 y 5 del TRLMV**, que vino a trasponer el régimen de la neutralización a nuestro ordenamiento, prevé punto por punto y con escasas variaciones, el **mismo régimen acogido por el CVM portugués** en materia de reciprocidad y aplicación de mecanismos de neutralización equivalentes. Además, en los Estatutos de CaixaBank<sup>59</sup> ni siquiera se establece **blindaje alguno** frente a posibles OPAS, lo cual corrobora que el Pº de reciprocidad no es susceptible de ser utilizado por el BPI en el presente caso.

- 3) Al acoger en el apartado 2º del art. 182-A, aunque con algún matiz diferenciador que luego señalaré, **el único mecanismo de neutralización que en puridad se reguló en la Directiva 25/2004 CE**: el del **art. 11.4**, en virtud del cual, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente posea un 75% o más del capital que confiera derecho de voto, las restricciones a la transmisibilidad de valores y al derecho de voto previstos por la sociedad opada **dejarán de surtir efecto.**

En este sentido, el apartado 2º del art. 182-A es algo más restrictivo que el art. 11.4 de la Directiva, al **no posponer** este cómputo del 75% al momento inmediatamente posterior al del resultado de la OPA, sino que **directamente prohíbe a los estatutos** de las sociedades abiertas sujetas a la ley personal portuguesa, hacer depender la alteración de estas restricciones a un quórum deliberativo más agravado que el del 75 % de los votos emitidos.

Tras este análisis de la transposición al ordenamiento portugués del régimen de la neutralización previsto en la Directiva 25/2004 CE, conviene analizar los **estatutos del BPI** para comprobar si ha acogido alguna de las posibilidades de neutralización voluntaria del art. 182-A apartado 1º.

---

<sup>59</sup> ESTATUTOS SOCIALES DE “CAIXABANK, S.A.” Última fecha de inscripción en el Registro Mercantil: 22 de marzo de 2016”.

El resultado es negativo, tan solo acoge el **mínimo legal al que se ve obligado por el apartado 2º del art. 182-A CVM**, de no exigir más del 75% de votos necesarios para poder neutralizar dicha restricción prevista en el **art. 12.4 a)** de los Estatutos; exigencia del 75% de votos estipulada en el **art. 30.2 de los Estatutos**<sup>60</sup>.

Teniendo en cuenta que CaixaBank **no reúne de manera previa a lanzar OPA el mínimo del 75% de votos** para neutralizar esta medida, al no poder votar por más del 20% de los votos, cabe concluir que, en este primer estadio, la compañía **se ve huérfana de todo instrumento legal para hacerla desaparecer**. Es por ello, que la entidad catalana decidió condicionar su OPA, a la **eliminación ex ante**, por parte la Junta General del BPI, **de tal restricción**.

Solo de esta manera, **garantiza que tras la OPA, gozará de un control efectivo sobre BPI**, y es que, al igual que sucede en el TRLSC español (art. 201), el art. 386 del CSC portugués estipula que la Asamblea General de las sociedades anónimas delibera por mayoría de votos emitidos, sea cual sea el porcentaje de capital social representado. De ahí la importancia de lograr el objetivo de “una acción, un voto”.

Sin embargo, **la oposición** ejercida dentro de la Junta General por la segunda mayor accionista de la entidad lusa, Isabel Dos Santos, a través de su sociedad de inversión “Santoro Finance - Prestação de Serviços S.A” con un 18.576% del capital, sigue obstaculizando la eliminación de la restricción de los derechos de voto de los estatutos del BPI, ya que su negativa, junto con la de otros accionistas más minoritarios como Violas Ferreira Financial S.A. (2.68% del capital), impide alcanzar ese 75% mínimo de votos exigidos para su modificación.

Cabe concluir, por tanto, que en esta primera fase de la OPA, la situación se encuentra sumida en un **bloqueo total** que dificulta enormemente un final satisfactorio para CaixaBank.

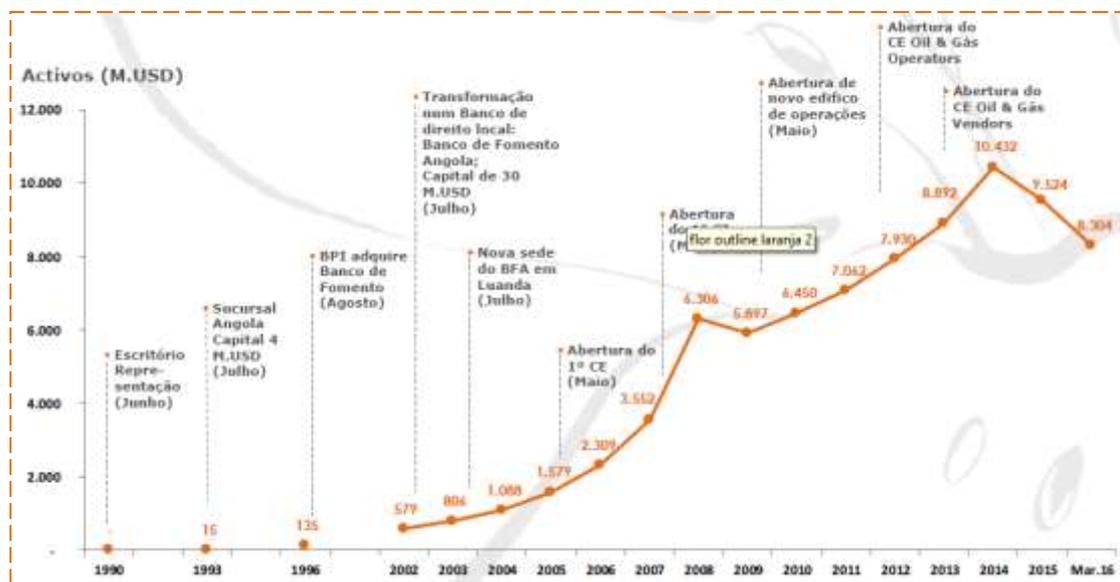
---

<sup>60</sup> Por contraposición, el art. 30.1 de los Estatutos solo exige dos tercios de los votos expresos para la alteración de cualquier otro precepto de los Estatutos.

## 6.- PAPEL DE LAS INSTITUCIONES EUROPEAS Y DE LA NORMATIVA COMUNITARIA EN UN SUPUESTO COMO EL QUE NOS OCUPA.

A la vista de la **ausencia de cualquier otro instrumento legal** del que pueda valerse Caixabank para conseguir la eliminación de la restricción de los derechos de voto, solo queda explorar alternativas de tipo negocial o transaccional, y es aquí donde cobra especial protagonismo el **Banco Fomento Angola** (en adelante, **BFA**).

El **BFA** es una entidad financiera angoleña fundada en Luanda en el año 1990 bajo el nombre de “Banco de Fomento Exterior (BFE)”, hasta que en agosto de 1996, el Banco Português de Investimento (BPI) adquirió el 100% de la entidad, lo que favoreció una fuerte expansión del Grupo en Angola. En la actualidad, cuenta con 191 sucursales, 1.444.524 clientes y se consolida como el primer banco privado angoleño por volumen de depósitos y el cuarto por volumen de activos.<sup>61</sup>

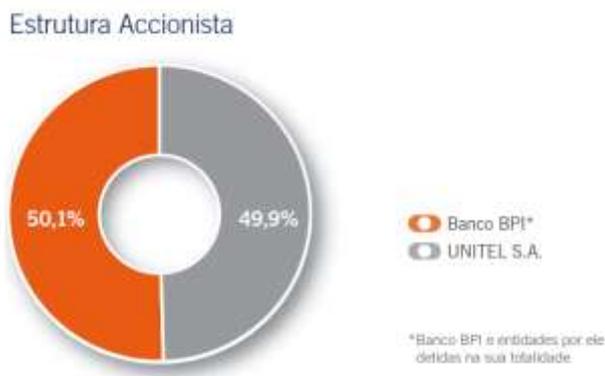


Fuente: Informe BFA @glance.

En el año 2008 se produce una operación trascendental para BFA: BPI vende el **49.9%** del capital del BFA a **Unitel S.A.**, empresa de telecomunicaciones angoleña

<sup>61</sup> Vid. “Historia”, en página web BFA, <<<http://www.bfa.ao/Conteudos/Artigos/detalhe.aspx?sidc=2652&idc=2851&idsc=2856&idi=6586&idl>>> [Consulta: 25 noviembre, 2016].

propiedad de Isabel Dos Santos. De tal manera que la **estructura accionarial del BFA** presenta desde ese momento la siguiente configuración:



*Fuente: Informe de gestión y cuentas anuales BFA (2015)*

En este sentido, el **control** que sigue ostentando BPI sobre el BFA constituye una pieza fundamental desde el punto de vista de sus activos financieros, ya que de los 236 millones de euros de beneficio líquidos obtenidos por BPI en 2015, **136 millones** procedían de su participación en BFA<sup>62</sup> como se puede observar en la siguiente tabla:

<b>Banco de Fomento Angola</b>			
Principais indicadores			
	Valores em M.€		
	2014	2015	Δ%
Activo líquido total	8 394	7 957	(5.2%)
Crédito a Clientes	1 833	1 494	(18.5%)
Crédito a Clientes e garantias	2 321	1 879	(19.0%)
Recursos de Clientes	7 396	6 860	(7.3%)
Títulos detidos por Clientes (OT e BT)	541	1 247	130.2%
Situação líquida	835	855	2.5%
Resultado líquido	246	282	14.8%
Contributo para o resultado consolidado do BPI	117	136	16.1%
Colaboradores	2 526	2 610	3.3%
Balcões	186	191	2.7%
ATM (n.º)	371	375	1.1%
TPA (n.º)	6 564	9 157	39.5%
Clientes (x mil)	1 301	1 410	8.4%

*Fuente: Informe de gestión y cuentas anuales BPI (2015)*

<sup>62</sup> Diario Expansión, “El BFA de Angola, en el centro de la negociación entre CaixaBank y Dos Santos”, Lisboa, 17 de marzo de 2016. <<http://www.expansion.com/agencia/efe/2016/03/17/21773417.html>> [Consulta 26 de noviembre 2016].

Sin embargo, esta **sobreexposición** en el país africano puede acarrearle importantes problemas de cara a los requerimientos exigidos por Europa en materia bancaria. Aunque también puede convertirse en la **solución** que desencalle la OPA, debido al interés mostrado por Isabel Dos Santos en hacerse con el control del BFA.

### **6.1.- El Reglamento n° 575/2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión (Basilea III) y su aplicación al presente caso.**

Conviene comenzar diciendo que el Reglamento n° 575/2013 del Parlamento y del Consejo de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012, más conocido como “**Reglamento Basilea III**”, fue el instrumento creado por las instituciones europeas para dotar a los diferentes Estados Miembros de un **marco regulatorio homogéneo** cuyo objetivo final fuera lograr que el sistema financiero europeo estuviera dotado de la suficiente **estabilidad, supervisión y solvencia** como para evitar que situaciones de stress en los mercados como las vividas en los últimos ocho años pudieran desencadenar un pánico bancario que acabara en colapso.

En definitiva, se trata del sometimiento por parte de las entidades de crédito y de servicios de inversión de los Estados Miembros a las **mismas reglas de juego** en materia de capital mínimo, rendición de cuentas y transparencia.<sup>63</sup>

Por lo que respecta al caso que nos ocupa, la **fuerte exposición** que tiene el BPI en Angola a través del BFA, no es ajena a Basilea III. Y es que el BPI, posee a través del BFA una importante participación en **deuda pública Angoleña, prestamos al Estado Angoleño y préstamos al Banco Nacional de Angola (BNA)**.

En este sentido, el **art. 114** de Basilea III, que lleva por título “Exposiciones frente a administraciones centrales o bancos centrales”, y que se ubica en la Sección 2ª

---

<sup>63</sup> GARCÍA RODRÍGUEZ, A. “Reglamento 575/2013 de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión”, Actualidad Jurídica Uría Menéndez/ 37-2014, pp.96.

“Ponderaciones del riesgo”, Parte III del Reglamento, que se ocupa de regular los **requisitos de capital aplicables**, dispone lo siguiente:

<1. Las exposiciones frente a administraciones centrales y bancos centrales recibirán una ponderación de **riesgo del 100 %**, salvo que sea de aplicación lo dispuesto en los **apartados 2 a 7**.

2. Las exposiciones frente a administraciones centrales y bancos centrales en relación con las cuales se disponga de una evaluación crediticia efectuada por una ECAI designada recibirán la ponderación de riesgo que establece el cuadro 1, que corresponde a la evaluación crediticia de la ECAI de conformidad con el artículo 136.

Cuadro 1

Nivel de calidad crediticia	1	2	3	4	5	6
Ponderación de riesgo	0 %	20 %	50 %	100 %	100 %	150 %

3. Las exposiciones frente al BCE recibirán una ponderación de riesgo del 0 %.

4. Se asignará una ponderación de riesgo del 0 % a las exposiciones frente a las administraciones centrales y los bancos centrales de los Estados miembros denominados y financiados en la moneda nacional de la correspondiente administración central y el correspondiente banco central.

5. Hasta el 31 de diciembre de 2017, se asignará la misma ponderación de riesgo en relación con las exposiciones frente a las administraciones centrales o los bancos centrales de los Estados miembros denominadas y financiadas en la moneda nacional de cualquier Estado miembro que la que se aplicaría a tales exposiciones denominadas y financiadas en sus respectivas monedas nacionales.

6. Para las exposiciones contempladas en el apartado 5:

a) en 2018, el importe calculado de las exposiciones ponderadas por riesgo deberá corresponder al 20 % de la ponderación de riesgo asignada a tales exposiciones de conformidad con el artículo 114, apartado 2;

b) en 2019, el importe calculado de las exposiciones ponderadas por riesgo deberá corresponder al 50 % de la ponderación de riesgo asignada a tales exposiciones de conformidad con el artículo 114, apartado 2;

c) a partir de 2020 inclusive, el importe calculado de las exposiciones ponderadas por riesgo deberá corresponder al 100 % de la ponderación de riesgo asignada a tales exposiciones de conformidad con el artículo 114, apartado 2.

7. Cuando las autoridades competentes de un tercer país que aplique disposiciones de supervisión y regulación al menos equivalentes a las aplicadas en la Unión asignen una ponderación de riesgo inferior a la indicada en los apartados 1 y 2 a las exposiciones frente a su administración central y su banco central denominadas y financiadas en la moneda nacional, las entidades podrán ponderar de la misma manera esas exposiciones.

A efectos del presente apartado, la **Comisión** podrá adoptar, **mediante actos de ejecución** y con sujeción al procedimiento de examen a que se refiere el artículo 464, apartado 2, **una decisión por la que declare que un tercer país aplica disposiciones de supervisión y regulación al menos equivalentes a las aplicadas en la Unión**. En ausencia de tal decisión, y hasta el **1 de enero de 2015**, las entidades podrán seguir aplicando el tratamiento previsto en el presente apartado a las exposiciones frente a la administración central o el banco central de terceros países cuando las autoridades competentes hayan declarado al tercer país admisible a efectos de dicho tratamiento antes del 1 de enero de 2014.>

En aplicación de este **apartado nº 7 del art. 114**, la Comisión dictó **Decisión de Ejecución 2014/908/UE**<sup>64</sup> en la que establece una lista de terceros países y territorios cuyos regímenes de supervisión y regulación **se consideran equivalentes** a los aplicados en la Unión de conformidad con el Reglamento (UE) n.º 575/2013, entre los que menciona a: (1) Australia, (2) Brasil, (3) Canadá, (4) China, (5) Guernsey (6) Hong Kong, (7) India, (8) Isla de Man, (9) Japón, (10) Jersey, (11) México, (12) Mónaco, (13) Arabia Saudí, (14) Singapur, (15) Sudáfrica, (16) Suiza, (17) Estados Unidos de América.

---

<sup>64</sup> Decisión de ejecución posteriormente modificada por la Decisión 2016/230, pero sin introducir cambios por lo que a nuestro caso respecta.

Como se puede observar en esta lista, entre los 17 países o territorios mencionados **no se encuentra la República de Angola**, lo que conllevará, en aplicación del apartado 1º de dicho art. 114 del Reglamento, que todos los activos que el BPI posee indirectamente a través del BFA, radicados o relacionados con Angola, **sufrirán una ponderación del riesgo del 100%**, con las consecuencias que ello implica para el cumplimiento de los **Ratios de Capital** (fondos propios) exigidos por **Basilea III**, y que en ningún caso deberán ser inferiores a:

CAPITAL	RATIO
Capital de nivel 1 ordinario	4,5%
Capital de nivel 1 (ordinario + adicional)	6%
Capital total (nivel 1 y nivel 2)	8%

*Fuente: Actualidad Jurídica Uría Menéndez / 37-2014*

En este sentido, el cálculo de dichos ratios resultará de la siguiente operación:

$$RC = \frac{\text{Recursos propios}}{\text{Activos ponderados por riesgo}}$$

*Fuente: Economipedia*

Por lo tanto, a **mayor número de activos ponderados por riesgo y a igualdad de recursos propios, menor ratio de capital**, tal y como sucede en el presente supuesto.

Y es que, tras esta nueva ponderación, la participación indirecta del BPI sobre estos activos angoleños provocará que los **APRs Angoleños** de la entidad (**Activos Ponderados por Riesgo Angoleños**) desde el 1 de enero de 2015, alcancen la siguiente cuantía:

**Exposición del BPI a Angola con fecha de 30 de Septiembre de 2014 en *kwanzas* (AKZ) y dólares (USD)**

Million euros	Exposure to the State			Exposure to BNA		
	AKZ	USD	Total	AKZ	USD	Total
Minimum legal reserves				476	402	878
Other deposits with BNA				61	34	95
Repos with BNA				324		324
TBonds / TBills	2 470	396	2 866			
Loans	434	317	750			
<b>Total</b>	<b>2 904</b>	<b>712</b>	<b>3 616</b>	<b>860</b>	<b>437</b>	<b>1 297</b>
Risk weight	20% loans 0% securities	100%		0%	100%	
RWA	87	712	799	0	437	437

*Fuente: Nota de prensa emitida por el BPI de 16 de diciembre de 2014.*

Es decir, con la entrada en vigor de lo dispuesto en el apartado 7, párrafo 2º del art. 114 del Reglamento a partir del 1 de enero de 2015, y dado que las autoridades supervisoras de Angola no son consideradas equivalentes a las europeas, el BPI tendrá una exposición en **APRs Angoleños de 3.616 millones de euros por su participación en el Estado de Angola** (deuda pública y préstamos) y de **1.297 millones de euros por su participación en el Banco Nacional de Angola (BNA)** (depósitos, reservas legales, etc.).

Una de las consecuencias de la ponderación al 100% de estos activos, es que dejarían de beneficiarse de la exención prevista en el **art. 400 .1 a) del Reglamento**, en virtud del cual:

*<1. (...) Quedarán **exentas** de la aplicación del artículo 395, apartado 1:*

- a) Los **activos que constituyan créditos frente a administraciones centrales, bancos centrales o entes del sector público que, sin garantía, recibirían una ponderación de riesgo del 0 % con arreglo a la parte tercera, título II, capítulo 2.**>*

**Artículo 395, apartado 1** que dispone lo siguiente:

*<1. Ninguna entidad podrá asumir frente a un cliente o grupo de clientes vinculados entre sí una exposición cuyo **valor exceda del 25 % de su capital admisible**, después de tener en cuenta el efecto de la reducción del riesgo de crédito de conformidad con los artículos 399 a 403. (...)>.*

En definitiva, el BPI estima que tras la desaparición de la mencionada exención, la exposición indirecta del banco sobre el Estado de Angola a partir del 1 de enero de 2015 así como sobre el Banco Nacional de Angola, **excedería** el límite máximo de exposición de la entidad en **2.979 y 184 millones de euros**, respectivamente.<sup>65</sup>

## **6.2. Intervención de las Instituciones Europeas: ¿Sería posible la imposición de sanciones al BPI por no deshacerse de sus activos en Angola?**

A la hora de entrever la posible intervención de alguna Institución Europea en este caso, el **art. 127.6 del TFUE** es totalmente esclarecedor:

*<Consejo, mediante reglamentos adoptados con arreglo a un procedimiento legislativo especial, por unanimidad y previa consulta al Parlamento Europeo y al Banco Central Europeo, **podrá encomendar al Banco Central Europeo** tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito y otras entidades financieras, con excepción de las empresas de seguros.>*

Y así acabó materializándose a través del **Reglamento nº 1024/2013 del Consejo de 15 de octubre de 2013** que encomienda al Banco Central Europeo tareas específicas respecto de políticas relacionadas con la supervisión prudencial de las entidades de crédito, cuyo **art.1** dispone lo siguiente:

*<El presente Reglamento **atribuye al BCE** funciones específicas en lo que respecta a las medidas relativas a la **supervisión prudencial de las entidades de crédito**, con objeto de*

---

<sup>65</sup> BPI, Nota de prensa, Oporto, 16 de diciembre de 2014, pp.3.

*contribuir a la seguridad y la solidez de estas entidades y a la estabilidad del sistema financiero dentro de la Unión y en cada uno de los Estados miembros(...)>.*

Es por ello, y teniendo en cuenta la mencionada situación de sobreexposición que sufre el BPI en Angola y la regulación anteriormente expuesta, que el 3 de agosto de 2015, el **Banco Central Europeo** envió una **comunicación<sup>66</sup> al BPI requiriéndole para que corrigiera “sin retrasos indebidos” esa sobreexposición**, al dejar de beneficiarse esos activos de una ponderación del 0% de riesgos y por tanto, tampoco de la exención a los límites de la gran exposición del art. 400.1 del Reglamento. Todo ello, con fecha límite de **10 de abril 2016**.

De nuevo, el 1 de marzo de 2016, y con la intención de presionar al BPI para que diera cumplimiento a lo dispuesto en el párrafo anterior, el BCE comunicó a dicho banco un proyecto de decisión, en virtud del cual, la entidad podría ser **sancionada pecuniariamente y de manera temporal por un periodo máximo de 6 meses**, en tanto **no se deshiciera** de los activos angoleños.

Y es que, en virtud del **art. 4 bis del Reglamento (UE) 2015/159 del Consejo**, de 27 de enero de 2015, por el que se modifica el Reglamento (CE) nº 2532/98 sobre las competencias del Banco Central Europeo para imponer sanciones (DOUE de 3 de febrero) y que lleva por título **“Normas específicas sobre los límites máximos de las sanciones que imponga el BCE en el ejercicio de sus funciones de supervisión”**:

*<1. (...) en el caso de las **infracciones de reglamentos y decisiones adoptados por el BCE** en el ejercicio de sus funciones de supervisión, los límites de las multas y pagos periódicos coercitivos que pueda imponer el BCE serán los siguientes:*

*a) **multas**: el límite máximo será igual al doble del importe del beneficio obtenido o la pérdida evitada mediante la infracción si dicho beneficio o pérdida puede determinarse, o el 10 % del volumen de negocios total anual de la empresa;*

*b) **pagos periódicos coercitivos o multas coercitivas**: el límite máximo será igual al 5 % del volumen de negocios medio diario por cada día de infracción. Los pagos periódicos coercitivos*

---

<sup>66</sup> BPI, Comunicado, Oporto, 19 de abril de 2016, pp. 1 y 2.

*podrán imponerse por un período máximo de seis meses desde la fecha estipulada en la decisión que los imponga.>*

Esta sanción del **5 % del volumen de negocios medio diario por cada día de infracción** se traduciría en una multa de **162.000 € diarios** para BPI, por lo que la entidad se ve en la obligación de buscar una salida rápida a estos activos.

### **6.3. Un eventual acuerdo con Unitel S.A.**

Con todos los antecedentes expuestos y teniendo en cuenta que Unitel S.A. ya ostentaba el 49.9% del capital del BFA, la venta de parte de la entidad angoleña por BPI a la entidad propiedad de Isabel Dos Santos se consolidaría como la mejor opción para lograr los objetivos del banco portugués, así como los de Caixabank. Es por ello, que de facto, **se reanudaron las negociaciones a tres partes entre Caixabank, BPI y Unitel S.A.**

En este sentido, Unitel S.A. fue la primera en actuar, decidiendo formular una oferta por valor de **140 millones de euros a cambio del 10% de BFA**<sup>67</sup>. Esto implicaría automáticamente el cambio de control de la entidad, y con ello, la posibilidad de dejar de incluir los activos angoleños en los libros de BPI. Por su parte, Caixabank envió oferta a Santoro Finance para **hacerse con su participación del 18.6% en BPI.**

Sin embargo, la oferta de Unitel fue **rechazada por unanimidad**<sup>68</sup> por el Consejo de Administración del BPI al considerarla demasiado baja, lo cual implicó a su vez la paralización de las **negociaciones entre Santoro Finance y Caixabank**<sup>69</sup>, volviéndonos a encontrar de nuevo ante una situación de bloqueo absoluto que impide que la OPA presentada por Caixabank termine prosperando, provocando que la entidad catalana retirara la OPA.

---

<sup>67</sup> Comunicado del BPI informando acerca de la oferta presentada por Unitel S.A., 3 de enero de 2016.

<sup>68</sup> Comunicado del BPI informando acerca del rechazo a la anterior oferta en el seno del C.de Administración, 27 de enero de 2016.

<sup>69</sup> Hecho relevante de Caixabank, 24 de Marzo de 2016.

## 7.-OTROS FACTORES EXÓGENOS QUE PUEDEN DESBLOQUEAR LA OPA

Como acabo de exponer, de nuevo nos encontramos en la misma situación que al comienzo de la presente OPA:

1) Al estar todavía en vigor la medida preventiva de la restricción de los derechos de voto, al no poder lograr CaixaBank, al menos, el apoyo de Isabel Dos Santos para lograr el mínimo del 75% de votos que el art. 30.2 de los Estatutos sigue requiriendo para su modificación.

2) Al permanecer en las cuentas del BPI todos esos activos angoleños que el BCE ha obligado a la entidad enajenar bajo apercibimiento de una sanción pecuniaria diaria de 160.000 € y todo ello en aplicación del Reglamento “Basilea III” y del Reglamento nº 2015/159 del Consejo, regulador de la competencia sancionadora del BCE.

Siendo tal la necesidad de evitar esta sanción del BCE, así como de consolidar y recapitalizar la entidad portuguesa, sobre todo a partir del momento en que esta se desprenda de su posición de control sobre el BFA – entidad que le ha estado reportando más de la mitad de sus beneficios –, y teniendo en cuenta que la Directiva de OPAS y su trasposición al ordenamiento portugués carecen de practicidad y alternativas en una situación como la actual, el **Gobierno Portugués** decidió aprobar con carácter de urgencia el **Decreto Ley n.º 20/2016**, de fecha 20 de abril de 2016.

Su **objetivo**, tal y como dispone el artículo 1º, es la alteración del Régimen General de las Instituciones de Crédito y Sociedades Financieras (RGICSF), con el fin de **dotar a los accionistas** de las instituciones de crédito la posibilidad de **revalidar periódicamente la justificación de los límites estatutarios en materia de tenencia y ejercicio de los derechos de voto**.

En este sentido, la verdadera “revolución” se encuentra en el **nuevo art. 13-C** que introduce dicho Decreto en el Régimen General de las Instituciones de Crédito y Sociedades Financieras (RGICSF), y que lleva por título “**Límites estatutarios a la**

tenencia o al ejercicio de los derechos de voto en instituciones de crédito”, viniendo a disponer lo siguiente:

<<1.- *El mantenimiento o revocación de los límites a la tenencia o el ejercicio de los derechos de voto de los accionistas de instituciones de crédito debe ser objeto de deliberación por los accionistas, por lo menos, una vez cada cinco años.*

2.-La **deliberación** prevista en el número anterior, cuando sea propuesta por el órgano de administración, **no estará sujeta a ningún límite a la tenencia o ejercicio de derechos de voto, ni a ningún requisito de quórum** o mayoría agravados en relación con los legales.

3.-Los límites a la tenencia o ejercicio de los derechos de voto en vigor **caducan automáticamente** al término de cada periodo referido en el nº 1, si al final del mismo, **no se hubiera realizado una deliberación sobre dicha materia.**

4.- La deliberación sobre el mantenimiento de los límites aplicables puede ser expresa o tácita, por rechazo de la propuesta de alteración o por revocación.

5.- Lo dispuesto en los números anteriores no es aplicable a las Cajas de crédito agrícola mutuo ni a las Cajas económicas. >>

Parece evidente que nos encontramos ante un **Decreto hecho a medida** por el Gobierno Portugués para que la presente OPA lanzada por Caixabank acabe fructificando. De hecho, Isabel Dos Santos lo ha calificado de manera despectiva como el “**Decreto BPI**”, denunciando así la parcialidad del gobierno luso.

Por si quedara alguna duda, el **art. 3** del Decreto, con el título “**Disposiciones transitorias**”, viene a estipular lo siguiente:

<<1 - *Las asambleas generales de las instituciones de crédito, con excepción de las Cajas de crédito agrícola mutuo y de las Cajas económicas, cuyos estatutos, en la fecha de entrada en vigor del presente Decreto-Ley, establezcan límites a la tenencia o al ejercicios de los derechos de voto de los accionistas de las instituciones de crédito, deben realizar hasta el 31 de Diciembre de*

*2016, incluyéndolo en el orden del día, la deliberación sobre el mantenimiento o revocación de esos límites. >>*

### 7.1. ¿Qué implicaciones tendrá este Decreto-Ley para la presente OPA?

En resumen, y por lo que respecta a nuestro supuesto práctico, este Decreto acarrea fundamentalmente lo siguiente:

- 1) En aplicación del art. 3 del Decreto, el BPI **deberá** celebrar una junta general de accionistas con **fecha límite** 31 de Diciembre de 2016, en el que se delibere el mantenimiento o no de dicha restricción a los derechos de voto recogida en el art. 12.4 a) de los Estatutos de la sociedad.
- 2) La deliberación acerca del mantenimiento o no de dicha restricción a los derechos de voto **no estará sujeta a ningún límite al ejercicio de los derechos de voto**, ni a ningún requisito de quórum o mayoría agravados en relación con los legales, de tal manera que **Caixabank podrá votar por la totalidad del capital social que posee del BPI**, es decir, **por el 45%**, consiguiéndose **restablecer, por tanto, el Pº de “una acción, un voto”**. Todo ello en virtud de lo dispuesto en el art. 13-C, apartado 2º del Decreto.
- 3) **En caso de no celebrarse junta general** con fecha límite 31 de Diciembre de 2016 por parte de BPI, **se entenderá caducada** la restricción a los derechos de voto recogida en los Estatutos. Así lo estipula el art. 13-C, apartado 3º y el artículo 3º del Decreto-Ley 20/2016.

Por lo tanto, en vistas al más que probable desblindaje de esta medida de los estatutos sin ni siquiera ser necesario el apoyo de Santoro Finance, BPI podrá también colocarse en una **posición dominante** a la hora de pactar con Isabel Dos Santos la venta de su participación en BFA.

Es por ello, que con fecha **21 de septiembre de 2016**<sup>70</sup> se procedió a celebrar junta general a fin de debatir el **mantenimiento o eliminación** de dicha restricción de los derechos de voto en los Estatutos en cumplimiento de dicho Decreto.

Esta Junta General se vio, por tanto, sujeta a las siguientes **reglas**:

- 1) **En materia de quórum necesario para su válida convocatoria**, resulta de aplicación lo dispuesto en el **art. 383.2 del CSC**, en virtud del cual:

*<<Para que a assembleia geral possa deliberar, em **primeira convocação**, sobre a alteração do contrato de sociedade, fusão, cisão, transformação, dissolução da sociedade ou outros assuntos para os quais a lei exija maioria qualificada, sem a especificar, devem estar presentes ou representados accionistas que detenham, pelo menos, **acções correspondentes a un terço do capital social**.>>*

- 2) **Por lo que respecta al número de votos necesarios para aprobar el desblindaje de dichos estatutos**, teniendo en cuenta que, en virtud del art. 13-C nº 2 del Decreto, para ello no se estará sujeto a las restricciones de derechos de voto estatutarias, así como que **“aquellas mayorías agravadas en relación con las legales no se aplican”**, deberemos acudir a la normativa genérica dispuesta en el Código das Sociedades Comerciais, cuyo **art. 383.3** dispone que:

*<<A deliberação sobre algum dos assentos referidos no n.º 2 do artigo 383.º deve ser **aprovada por dois terços dos votos emitidos**, quer a assembleia reúna em primeira quer em segunda convocação.>>*

En comparación, el TRLSC español, tras la modificación acometida por la Ley 31/2014, de 3 de diciembre, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo, prevé para este tipo de supuestos, un **doble escenario (Art. 201.2 TRLSC)**:

---

<sup>70</sup> Comunicado del BPI informando acerca de los resultados obtenidos en la Junta General convocada para deliberar sobre el mantenimiento o no del blindaje de los Estatutos de la sociedad, Oporto, 21 de septiembre de 2016.

<<Para la adopción de los acuerdos a que se refiere el artículo 194, si el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento bastará con que el acuerdo se adopte por **mayoría absoluta**<sup>71</sup>. Sin embargo, se requerirá el voto favorable de los **dos tercios** del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento.>>

Pues bien, **el resultado de las deliberaciones** en dicha junta general de 21 de septiembre de 2016 fue el siguiente<sup>72</sup>:

<<Estando presentes o representados 502 Accionistas, titulares de acciones correspondientes al 88.27% del capital social, la Asamblea así reunida **aprobó la supresión del límite al número de votos previsto en los Estatutos** (...) obteniendo los votos a favor del **94.04% de los votos expresos.** >>

En esta votación, Isabel Dos Santos, a través de Santoro Finance, cambió su postura con respecto a dicha modificación, **absteniéndose**. Este cambio en la votación se debe, en gran medida, al **acuerdo alcanzado entre BPI y Dos Santos** por el que Unitel S.A. se hace con un **2% del BFA a cambio de 28 millones de euros y el compromiso del pago de los dividendos que debía desde 2013**<sup>73</sup>.

## 7.2. Impacto contable en BPI de la venta del 2% de BFA

Esta venta permitirá a la entidad portuguesa cumplir con el mandato del BCE de **aliviar su sobreexposición en Angola**, al perder el control de la entidad.

La Norma Internacional de Contabilidad n° 10 (**NIC 10**) establece en síntesis que esos activos dejarán de integrar las cuentas de resultados del BPI, pero la entidad podrá seguir disfrutando del **48,1% del resultado líquido** de BFA, que pasará a integrarse en

---

<sup>71</sup> Es decir, voto favorable de más de la mitad del capital concurrente a la junta con derecho a voto (capital concurrente que deberá ser mayor del 50 %).

<sup>72</sup> Vid. Comunicado del BPI, Junta General de 21 de septiembre de 2016.

<sup>73</sup> Vid. “CaixaBank logra el control del banco portugués BPI”, en *Diario El País*, 21 de septiembre de 2016 <[http://economia.elpais.com/economia/2016/09/21/actualidad/1474447922\\_409179.html](http://economia.elpais.com/economia/2016/09/21/actualidad/1474447922_409179.html)>. [ Consulta, 1 de Diciembre de 2016].

“resultados de empresas asociadas”, todo ello al aplicarse el “equity method” o método de participación y no el de integración global. Es decir, **el BPI sólo contabilizará la parte que proporcionalmente le corresponda del resultado líquido del BFA.**<sup>74</sup>

El “equity method”, definido por la NIC 28, es un método de contabilización según el cual la inversión se registra inicialmente al coste, y es ajustada posteriormente en función de los cambios que experimenta, tras la adquisición, la porción de los activos netos de la entidad que corresponde al inversor. **El resultado del ejercicio del inversor recogerá la porción que le corresponda en los resultados de la participada.**

En definitiva, esta venta se traducirá en que **el volumen de activos del BPI se reduzca en alrededor de 6.500 millones de euros:**

Valores em M.Eur	Banco BPI em 30Set16 (real) com BFA pelo met. global	Consolidação de 50,1% BFA por equiv. patrimonial	Op. cruzadas entre o BPI e BFA (1)	Proforma do BPI com 50,1% do BFA pela equi. patrim.	Impacto da venda de 2% do BFA	Impostos diferidos a pagar	Proforma do BPI com 48,1% do BFA pelo equi. patrim.
Caixa, disp. e aplicações em ICs	3 645	- 2 211	458	1 892	28		1 920
Créditos a clientes	23 902	- 1 288		22 614			22 614
Carteira de títulos	9 839	- 3 322		6 517			6 517
Inv. associadas e filiais excl. consolidação	187	426		613	- 17		596
Outros	1 145	- 136	66	1 075			1 075
<b>Activo total</b>	<b>38 718</b>	<b>- 6 531</b>	<b>524</b>	<b>32 712</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>32 723</b>
Recursos de Bancos Centrais e ICs	3 144	0	458	3 602			3 602
Recursos de Clientes	30 418	- 5 932		24 486			24 486
Passivos por impostos	47	- 17		30	3	34	67
Outros passivos	2 298	- 158	66	2 206			2 206
Interesses minoritários	426	- 424		2			2
Capitais próprios do BPI	2 386			2 386	8	- 34	2 360
<b>Total do passivo e cap. pp</b>	<b>38 718</b>	<b>- 6 531</b>	<b>524</b>	<b>32 712</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>32 723</b>

Fuente: Informe BPI: Venta del 2% de BFA, 11 de noviembre de 2016.

<sup>74</sup> Vid. “Los accionistas del luso BPI deciden hoy la venta del 2% del angoleño BFA”, en *Diário E/Economista*, 23 de noviembre de 2016. <<http://www.economista.es/empresas-finanzas/noticias/7978543/11/16/La-perdida-de-control-del-BFA-mejorara-la-solvencia-de-BPI.html>>. [Consulta, 1 de Diciembre de 2016].

Por su parte, la cifra de activos ponderados por riesgo (Basilea III), mermará en casi 7.620 millones:

			M.Eur
Ráctios phasing-in	30Set16	Impacto venda	PF após
Banco BPI consolidado	(real)	2% BFA	venda
Capitais próprios contabilísticos	2 386	-26	2 360
Ajustamentos de valor adicionais	- 8	3	- 5
Interesses minoritários	424	-424	0
Dividendos a pagar à Unitel	- 50	50	0
Impostos diferidos por prejuízos fiscais	- 94		- 94
Crédito p/ compra acções BPI	- 9		- 9
Incorpóreo	- 29	6	- 24
Participações em ICs e Seguros > 10%	- 42	-448	- 490
Ajustamentos de transição (phasing-in), limite conjunto e outros elementos	93	3	95
<b>Core Tier 1/ Fundos próprios totais</b>	<b>2 670</b>	<b>- 837</b>	<b>1 834</b>
Activos ponderados (RWA)	23.391	-7.619	15.773
<b>Rácio CET1 e rácio total</b>	<b>11,4%</b>	<b>0,2%</b>	<b>11,6%</b>

Fuente: Informe BPI: Venta del 2% de BFA, 11 de noviembre de 2016.

## 8.- CONSECUENCIAS PARA LA OPA TRAS LA ELIMINACIÓN DE LA RESTRICCIÓN DE LOS DERECHOS DE VOTO.

Como sabemos, una de las consecuencias de la aprobación del desblindaje de los derechos de voto es que CaixaBank va a poder votar por la totalidad del capital social que posee en BPI, que asciende al 45%

Pues bien, el art. 187.1 del CVM, con el título “Deber de lanzamiento de oferta pública de adquisición”, dispone lo siguiente:

*<<Aquel cuya participación en una sociedad abierta sobrepase, directamente o en los términos del nº 1 del artículo 20, un tercio o mitad de los derechos de voto, tiene el deber de lanzar oferta pública de adquisición sobre la totalidad de las acciones o de otros valores mobiliarios emitidos por esa sociedad que otorguen derecho a su suscripción o adquisición>>*

Por lo tanto, la OPA lanzada por Caixabank se convierte, desde el 21 de septiembre de 2016<sup>75</sup>, en **obligatoria**, debiendo atender a lo dispuesto en los **artículos 187 a 193 del CVM**, donde destaca por ejemplo, la contraprestación que deberá abonar ahora el oferente por hacerse con las acciones restantes y que se regula en el **art. 188 del CVM**:

<<1.-La contrapartida de oferta pública de adquisición obligatoria no puede ser inferior al más elevado de los siguientes montantes:

a) El mayor precio pagado por el oferente o por cualquiera de las personas que, en relación a él, estén en alguna de las situaciones previstas en el nº 1 del artículo 20 por la adquisición de acciones de la misma categoría, en los seis meses inmediatamente anteriores a la fecha de publicación del anuncio preliminar de la oferta.

b) El precio medio ponderado de esas acciones conseguido en un mercado regulado durante el mismo periodo. >>



Fuente: Informe del Consejo de Administración del BPI, de 13 de octubre de 2016.

Como se puede observar en dicho gráfico, **1.134 €** es el precio medio ponderado de esas acciones en el mercado durante los seis meses anteriores al anuncio preliminar de la

<sup>75</sup> Caixabank [En línea], hecho relevante de 21 de septiembre de 2016. Disponible en: <[https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion\\_accionistas\\_inversores/160921\\_HR\\_BPI\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversores/160921_HR_BPI_es.pdf)>. [Consulta, 2 de diciembre de 2016].

OPA obligatoria, y es ese precio el que acaba fijando CaixaBank en su anuncio<sup>76</sup>, dando cumplimiento así, a lo dispuesto en el art. 188.1 CVM.

### 8.1. Si tras el periodo de aceptación de la OPA, CaixaBank no se hubiera hecho con la totalidad de BPI ¿Podría emplear algún mecanismo para ello?

La directiva de OPAs 25/2004/CE prevé en su **art. 15**, con el título “**Venta forzosa**”, el mecanismo conocido en inglés como “**Squeeze out**”. Su funcionamiento es el siguiente:

*<<Los Estados miembros velarán porque **un oferente pueda exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio justo**. Los Estados miembros establecerán este derecho en una de las situaciones siguientes:*

- a) cuando el oferente posea valores que representen **al menos el 90 % del capital** que confiere derechos de voto y **el 90 % de los derechos de voto** de la sociedad afectada, o*
- b) cuando **haya adquirido o se haya comprometido en firme a adquirir**, en virtud de la aceptación de su oferta, valores que representen al menos el 90 % del capital social de la sociedad afectada que confiera derechos de voto y el 90 % de los derechos de voto incluidos en la oferta.*

*En el caso contemplado en la letra a), los Estados miembros podrán fijar un umbral más elevado que, no obstante, no podrá ser superior al 95 % del capital que confiera derechos de voto y al 95 % de los derechos de voto. >>*

Por su parte, el **art. 16**, regula el mecanismo del “**sell out**”, o “**compra forzosa**”, en virtud del cual:

*<<Los Estados miembros velarán por que **los titulares de valores que no hayan aceptado la oferta puedan exigir del oferente la compra de sus valores a un precio justo** en las mismas condiciones que las contempladas en el apartado 2 del artículo 15.>>*

---

<sup>76</sup> CaixaBank [En línea], hecho relevante de 21 de septiembre de 2016. Cit. [Consulta, 2 de diciembre de 2016].

Pues bien, por lo que respecta a la **venta forzosa**, posible supuesto de aplicación en este caso, el CVM lo regula en el **art. 194.1** de la siguiente manera:

*<<Quién, en el transcurso del lanzamiento de la oferta pública de adquisición que se dirige frente a una empresa que tiene como ley personal, la ley portuguesa, **alcanza o supera**, directamente o en virtud del apartado 1 del artículo 20, el **90% de los derechos de voto del capital social** tras la liquidación de los resultados de la oferta **y el 90% de los derechos de voto objeto de la oferta puede, dentro de los tres meses siguientes, adquirir las acciones restantes a cambio de una contraprestación justa, en efectivo, calculado de conformidad con el artículo 188.º >>***

En definitiva, la trasposición portuguesa plasma completamente la regulación que hace de esta figura la directiva de OPAs, siendo por tanto posible que Caixabank **se pueda acoger** a este mecanismo para adquirir las acciones restantes de BPI, siempre y cuando reúna los requisitos mencionados.

De hecho, ya en el **anuncio preliminar**<sup>77</sup> de la OPA obligatoria de 21 de septiembre de 2016 (**Condición nº 14**), **Caixabank** se **reservó el derecho a utilizar** este mecanismo si “tras el análisis de los resultados de la Oferta, y de acuerdo con las condiciones de mercado y la situación de la Sociedad Afectada y de la liquidez de las Acciones tras el período de la Oferta, llegase a adquirir, o sobrepasase, directamente o en virtud de lo dispuesto en el n.º 1 del artículo 20 del CVM, el 90% de los derechos de voto correspondientes al capital social de la Sociedad Afectada, y el 90% de los derechos de voto objeto de la Oferta, por efecto de la Oferta o de otras operaciones legalmente permitidas y relevantes para el cálculo de este porcentaje”.

---

<sup>77</sup> Caixabank [En línea], hecho relevante de 21 de septiembre de 2016. Cit. [Consulta, 2 de diciembre de 2016].

## CONCLUSIONES

De la consulta y posterior respuesta en el presente Dictamen a las cuestiones planteadas por el cliente, se pueden extraer las siguientes conclusiones en el campo de la normativa europea y nacional de OPAs, así como en materia de supervisión y cumplimiento de estándares bancarios en el seno de la Unión:

### PRIMERA

Los criterios que introduce la Directiva 25/2004/CE en materia de autoridad supervisora y ley aplicable son, a mi modo de ver, positivos y clarificadores. Solucionan, a través de la previsión de diferentes escenarios, la tradicional problemática que podía surgir ante una eventual diferencia entre la ley aplicable a la sociedad opada y el posible mercado en el que podían estar admitidas a negociación sus acciones. Con anterioridad, esta diferencia solía llevar la contienda al campo del Derecho Internacional Privado, sin garantías de solución unánime; sin embargo el art. 4.2 a) de la Directiva es totalmente nítido para un supuesto como el que nos ocupa, en el se produce una coincidencia entre el domicilio de la sociedad opada y el mercado en el que sus acciones están admitidos a negociación. Así, por lo que respecta a la autoridad competente para supervisar la presente oferta, dicho art. 4.2 a) establece que será la del Estado miembro en el que tenga su domicilio social la sociedad afectada cuando sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de dicho Estado miembro.

### SEGUNDA

Por lo que respecta a la ley aplicable al presente caso, en mi opinión, la trasposición que realiza el artículo 108 del CVM del art. 4.2 de la Directiva, dota al sistema de una mayor seguridad jurídica, al determinar la aplicación del derecho portugués a aquellas ofertas públicas dirigidas específicamente a personas con residencia o establecimiento en Portugal, sea cual sea la ley personal del oferente o emisor y el derecho aplicable a los valores mobiliarios que sean objeto de oferta. Si bien es cierto, el apartado 2º de dicho artículo realiza una doble distinción de leyes aplicables relativa a aspectos procedimentales de la

OPA: información a los trabajadores de la sociedad opada, porcentaje de derechos de voto que constituye el control, contrapartida propuesta, etc., (*Lex mercatus vs Lex societatis*), pero sin acarrear conflictividad alguna en el presente caso, ya que se produce la mencionada coincidencia entre el domicilio de la sociedad opada y el mercado en el que sus acciones están admitidos a negociación.

### TERCERA

Aspecto también a destacar en este tipo de OPAs es el importante y necesario rol que desempeñan determinadas instituciones bancarias y europeas, en especial, la Comisión Europea, a la hora de dar su visto bueno a aquellas operaciones, en la que el gran tamaño de uno de los actores (Caixabank, en el presente caso), convierte la operación en una concentración de dimensión comunitaria. Su función es la de asegurar que dicha operación no perjudique el libre mercado, y por lo tanto, la defensa de la competencia en pro del mercado interior. En este caso, la Comisión no se opuso a la concentración en base al art. 6.1 b) del Reglamento, tras comprobar que pese a entrar en el ámbito de aplicación del Reglamento, la concentración no planteaba serias dudas en cuanto a su compatibilidad con el mercado común.

### CUARTA

Sin embargo, la Directiva 25/2004/CE empieza a mostrar importantes carencias en la regulación del deber de pasividad o *passivity rule*, previsto en el art. 9. Deber cuya tarea es la de impedir que determinadas decisiones adoptadas por los administradores de la sociedad opada puedan acabar frustrando la OPA. En este sentido, aunque el art. 9.2 de la Directiva determina que desde la recepción de la información de la OPA, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada estará obligado a obtener la autorización previa de la junta general de accionistas antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta; los apartados 1 y 2 del art. 12, convierten en opcional este régimen, al permitir que los Estados miembros puedan reservarse el derecho de no requerir a sus sociedades que lo apliquen, incluso de revertirlo en caso de haberlo de adoptado inicialmente.

## QUINTA

Pues bien, el art. 182.6 del CVM traspone plenamente esta “clausula de reciprocidad”, en virtud de la cual una sociedad portuguesa no estará vinculada al deber de pasividad si la OPA hubiera sido lanzada por una sociedad extranjera en cuyo país no exista el deber de pasividad. En este sentido, España también prevé la regla de pasividad de los administradores, lo que a priori impide que en la presente OPA entre en vigor esta clausula. Sin embargo, la profunda inseguridad jurídica que acarrea este régimen opcional, cuestiona automáticamente la efectividad de la *passivity rule*, sentando un peligroso antecedente.

## SEXTA

Antecedente que se acaba confirmando con la regulación del mecanismo de neutralización de medidas anti-opa. Y es que, como sabemos, entre las finalidades y objetivos inspiradores de la Unión Europea se encuentra el de lograr un mercado interior que dote a sus ciudadanos de un gran marco territorial y económico que favorezca el establecimiento de nuevas relaciones comerciales y el intercambio de conocimiento entre ellos. Su efectiva consecución acabaría redundando en un incremento generalizado de los estándares de vida, así como en una economía altamente competitiva y cualificada. Pues bien, entre los diversos mecanismos que fomentarían este objetivo se encuentra el de dotar a la Unión de una normativa de OPAs ambiciosa que acabase con los tradicionales obstáculos en el control societario, causantes del fracaso de muchas de estas OPAs.

## SÉPTIMA

Pues bien, con este objetivo, se fueron redactando en el seno de la Unión diversos proyectos de directiva de OPAs. Entre las principales medidas que incluían estaba la obligatoriedad de neutralización las medidas anti-opa y con ello permitir que aquellas restricciones que afectaran, entre otros, al ejercicio de los derechos de voto o las que tuvieran su origen en los estatutos de la sociedad opada, no pudieran oponerse durante el plazo de aceptación de la OPA. Con estas medidas, no solo se pretendía desarrollar el mercado interior, sino también recompensar a aquellos oferentes, que tras haber formulado la OPA, se hubieran hecho con la práctica totalidad del capital de la empresa opada, siendo

desproporcionado que tras ello siguieran sufriendo esas medidas defensivas que les impedirían desplegar un control eficaz sobre la sociedad adquirida.

#### OCTAVA

Con la redacción final de la Directiva 2004/25/CE, todas las expectativas inicialmente puestas en materia de neutralización de medidas anti-opa se acaban diluyendo. Las numerosas presiones ejercidas por algunos Estados Miembros y diversos sectores empresariales convierten a la directiva en un instrumento carente de imperatividad y que otorga a los diferentes Estados la “última palabra” a la hora de decidir la obligatoriedad o no de la adopción de mecanismos neutralizadores. En definitiva, en esta materia la Directiva se aleja de su objetivo armonizador, para convertirse en un mero instrumento potestativo, dando lugar a lo que algunos autores denominan “armonización disgregante”.

#### NOVENA

Ejemplo de esta potestatividad es la plasmada en los artículos 11.3 y 12, apartados 1 y 2 de la Directiva. El primero de ellos establece que las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad opada no surtirán efecto en la junta general de accionistas que decida sobre posibles medidas de defensa. Sin embargo, como ya indicamos anteriormente, el artículo 12 rápidamente viene a enmendar esta imperatividad, al permitir a los Estados Miembros poder reservarse el derecho de no requerir a dichas sociedades que apliquen lo dispuesto en el art. 11.3. Incluso, les da la posibilidad, siempre y cuando tengan el domicilio social en su territorio, de revertir la aplicación de dicho artículo 11 en el caso de haberlo adoptado. Como se puede observar, esta remisión a los Estados Miembros lo único que hace es mermar por completo el afán armonizador de la Directiva, convirtiéndola en “papel mojado”.

#### DÉCIMA

Por lo tanto, esta Directiva solamente prevé un verdadero mecanismo de neutralización de medidas anti-opa: el del art. 11.4, en virtud del cual, cuando tras una oferta, el oferente posea un 75 % o más del capital que confiera derecho de voto, las restricciones a la transmisibilidad de valores y al derecho de voto contempladas en los

apartados 2 y 3, así como los derechos extraordinarios de los accionistas relativos al nombramiento o revocación de miembros del órgano de administración o dirección contemplados en los estatutos de la sociedad afectada dejarán de surtir efecto. Se trata, por tanto, de una medida de neutralización que despliega sus efectos *a posteriori*, y a la que CaixaBank no está dispuesta a esperar a la hora de lanzar su OPA, sino que condiciona su oferta a la eliminación con anterioridad de las restricciones a los derechos de voto.

## UNDÉCIMA

La necesidad de reunir al menos un 75% de los derechos de voto para neutralizar esta medida, tal y como preceptúa el art. 11.4 de la Directiva, el art. 182-A apartado 2º del CVM que traspuso el anterior artículo y el art. 12.4 a) de los Estatutos del BPI, unido a falta de otra alternativa legal por parte de la Directiva y a la necesidad del recapitalizar el banco portugués con la mayor brevedad posible, provocan que tenga que ser el propio Gobierno Portugués, el que vía Decreto-Ley, obligue a votar en junta general y sin restricción de los derechos voto, el mantenimiento o no de este blindaje en los estatutos, lo que vuelve a poner de manifiesto la inutilidad de la regulación de la Directiva en materia de neutralización.

## DUODÉCIMA

Por lo tanto, y de *lege ferenda*, sería conveniente proceder a la redacción de una Directiva que modificase la presente y en la que bastaría con suprimir el actual art. 12 que lleva por título “Disposiciones opcionales” y que consagra entre otros, el ya criticado Principio de reciprocidad. Todo ello lograría que la regla de la pasividad y el mecanismo de neutralización, tal y como se encuentran actualmente regulados en los artículos 9 y 11, desplegasen los efectos inicialmente pretendidos y así desarrollar un auténtico mercado de control de sociedades, fundamental para la consecución del mercado interior.

### DECIMOTERCERA

Una vez aprobado el desblindaje, se ha podido observar como la naturaleza inicialmente voluntaria de la OPA lanzada por CaixaBank se ha transformado automáticamente en obligatoria. En este sentido, de la cronología de los hechos se desprende cómo los caracteres y procedimiento de la OPA en el ordenamiento portugués distan muy poco del procedimiento español contemplado en el TRLMV y del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. A su vez, CaixaBank se reserva la posibilidad de utilizar el método de venta forzosa o “squeeze out”, en el supuesto de que tras la liquidación de los resultados de la oferta se hubiera hecho con al menos el 90 % de los derechos de voto del capital social y el 90% de los derechos de voto objeto de la oferta, lo cual le permitiría concentrar todo el control sobre el BPI.

### DECIMOCUARTA

Por último, la enérgica intervención del BCE en el presente caso, conminando al BPI a deshacerse de todos los activos en Angola bajo apercibimiento de sanción pecuniaria, constituye un punto de inflexión y un parámetro claro que las entidades españolas y europeas deberán tener en cuenta de cara a sus inversiones futuras en el extranjero, al exponerse a que esos activos reciban una ponderación del riesgo tal, que ponga en peligro el cumplimiento de los requisitos de capital mínimo exigidos por Basilea III. En el presente caso, la solución adoptada por parte de BPI ha sido la del vender a Unitel S.A. un 2% de BFA, perdiendo así el control de la entidad angoleña, y con ello alrededor de 7.260 millones de euros en activos de riesgo. En definitiva, esos activos dejarán de integrar las cuentas de resultados del BPI, pero la entidad podrá seguir disfrutando del 48,1% del resultado líquido de BFA, que pasará a integrarse en “resultados de empresas asociadas”, todo ello en aplicación del *equity method* o método de participación (Norma Internacional de Contabilidad nº 28).

## BIBLIOGRAFÍA

- BFA. *Historia* [En línea]. <<http://www.bfa.ao/Conteudos/Artigos/detalhe.aspx?sidc=2652&idc=2851&idsc=2856&idi=6586&idl=>>. [Consulta: 25 noviembre, 2016].
- BPI. *Accionistas* [En línea]. <<http://www.bancobpi.pt/grupo-bpi/grupo-bpi-grupo-bpi/accionistas>> [Consulta: 3 noviembre, 2016].
- BPI. *Contrato de Sociedad* [En línea]. <[http://rep.bancobpi.pt/RepMultimedia/getMultimedia.asp?channel=Multimedia%20-%20RI%20-%20AGAs%20-%202016%20-%20Julho&content=AGA22072016\\_PT\\_Estatutos\\_BancoBPI](http://rep.bancobpi.pt/RepMultimedia/getMultimedia.asp?channel=Multimedia%20-%20RI%20-%20AGAs%20-%202016%20-%20Julho&content=AGA22072016_PT_Estatutos_BancoBPI)> [Consulta: 3 a 29 de noviembre, 2016].
- BPI. *Informe y cuentas anuales. 2015* [En línea]. <<http://bpi.bancobpi.pt/storage/download/ficheiro.54C95FF4-1295-42C6-A4F3-BBC3C15A35F2.1.pt.asp?id=7474EE02-D67F-43D1-9E52-E1C779CF786C>> [Consulta: 3 a 29 de noviembre, 2016].
- CAIXABANK *Hecho relevante de 20 de abril de 2012* [En línea] <[https://www.caixabank.com/StaticFiles/pdfs/120420\\_HRCaixaBank\\_BPI\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/StaticFiles/pdfs/120420_HRCaixaBank_BPI_es.pdf)>. [Consulta, 13 de noviembre 2016].
- CAIXABANK. *Estatutos sociales*. Última fecha de inscripción en el Registro Mercantil: 22 de marzo de 2016. [En línea]. <[https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion\\_accionistas\\_inversores/Gobierno\\_corporativo/EstatutosCaixaBank\\_211015\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversores/Gobierno_corporativo/EstatutosCaixaBank_211015_es.pdf)> [Consulta: 19 de noviembre, 2016].
- CAIXABANK *Hecho relevante de 18 de abril de 2016* [En línea], <[https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion\\_accionistas\\_inversores/160418\\_HR\\_BPI\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversores/160418_HR_BPI_es.pdf)>. [Consulta, 3 de noviembre 2016].

- CAIXABANK *Informe de 17 de Mayo de 2016 emitido por el Consejo de Administración de BPI dirigido a la CMVM valorando la oportunidad de la OPA y el precio ofrecido* [En línea]. <<http://web3.cmvm.pt/sdi/emitentes/docs/FR60329.pdf>>. [Consulta, 16 de noviembre de 2016].
- CAIXABANK *Hecho relevante de 21 de septiembre de 2016* [En línea]. <[https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion\\_accionistas\\_inversores/160921\\_HR\\_BPI\\_es.pdf](https://www.caixabank.com/deployedfiles/caixabank/Estaticos/PDFs/Informacion_accionistas_inversores/160921_HR_BPI_es.pdf)>. [Consulta, 17 de noviembre 2016].
- CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN DEL BPI “Proposta de alteração de estatutos do banco BPI a submeter aos accionistas” Porto, 14 de Junio de 2016, (red electrónica) [Consulta, 18 de noviembre 2016].
- GARCÍA RODRÍGUEZ, A. “Reglamento 575/2013 de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión”, *Actualidad Jurídica Uría Menéndez/ 37-2014*, pp.96.
- IGARTUA ARREGUI, I.; TRONCOSO FERRER, M. “El control de concentraciones en las OPAS” en JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.), Valencia: Tirant Lo Blanch, 2010 pp. 711 y 713.
- JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) *Derecho de OPAs. “Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español.”* Valencia: Tirant Lo Blanch, 2010, pp.29.
- LARGO GIL, R. “La neutralización de las medidas anti-OPA preventivas”, Navarra: Thomson Civitas, 2007, pp.47.
- LEANDRO VASCONCELOS, R. “Práctica Jurídica Interdisciplinar. Universidades Nova de Lisboa, Módulo Concorrência”, Cuatrecasas. Gonçalves Pereira, Mayo 2012, pp.12.
- MORLES HERNÁNDEZ, A., “Oferta pública de adquisición”, Universidad Andrés Bello, Caracas, 2001, pp. 76.

- MACEDO VITORINO E ASSOCIADOS, [En línea]: *Sumário: A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) lançou uma consulta pública sobre o anteprojecto de diploma de transposição da Directiva relativa às ofertas públicas de aquisição (OPAs)*. Disponible en: <[http://www.macedovitorino.com/xms/files/uploaded/1200511281753252005-1128%20Mercado%20de%20capitais%20\(Transposicao%20da%20Directiva%20das%20OPAA\)\[1\].pdf](http://www.macedovitorino.com/xms/files/uploaded/1200511281753252005-1128%20Mercado%20de%20capitais%20(Transposicao%20da%20Directiva%20das%20OPAA)[1].pdf)>. [Consulta, 11 de noviembre 2016].
- PONCE HUERTA, J., “Marco regulatorio de las OPAS transfronterizas. Autoridades competentes en la Unión Europea.”, Instituto Iberoamericano de Mercado de Valores, Cartagena de Indias, 2 abril de 2008, pp. 9 y 11.
- QUIJANO GONZÁLEZ, J., “El derecho de sociedades en la Unión Europea: evolución y situación actual”, en *Revista Boliviana de Derecho*, núm. 5, enero, 2008, Fundación Iuris Tantum Santa Cruz, Bolivia. (red electrónica) pág. 211.
- SÁ COUTO, A., “Breve comentario á transposição da directiva das OPA”, en *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, Publicaciones Uría Menéndez, n. °25, 2006 (red electrónica) pág. 71.
- SÁNCHEZ CALERO, F. “Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)”. Navarra: Thomson Reuters, 2009, pp. 106.
- SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. “La armonización disgregante: la Directiva de opas y el Principio de neutralización de medidas defensivas” en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 2006/3 Mayo 2006, pp. 4. (red electrónica)
- SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J. y TAPIA HERMIDA, A.J. “Las OPAS en el Mercado Español (Observaciones a partir de la práctica más reciente)”, [en línea]. *Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores*, n° 6, 2002, pp.31 y ss. <<http://eprints.sim.ucm.es/6434/1/15.OPAs.pdf>> [Consulta, 15 de noviembre 2016].
- TAPIA HERMIDA, A.J., “Métodos de concentración transfronteriza intracomunitaria de sociedades cotizadas: Fusiones, OPAs y otros métodos alternativos. Las Directivas

2004/25/CE y 2005/56/CE”, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, 2007/9, Marzo 2007, Universidad Complutense, pág. 23.