



Universidad de Valladolid

Facultad de Derecho

Grado en Derecho y ADE

OPA en la legislación y en la práctica

Presentado por:

Ana Martín Cabrejas

Tutelado por:

Jesús Quijano González

Valladolid, 4 de julio de 2016

Resumen:

Las ofertas públicas de adquisición de valores son un tipo de operación societaria por la que el oferente en cuestión se hace con un determinado número de acciones de la sociedad opada. El sistema de OPAs se reguló por primera vez en España en 1980, y a partir de entonces ha sufrido sucesivas modificaciones, la más importante con la aprobación de la Ley 6/2007, por la que se traspuso la Directiva de OPAs. El régimen vigente se define por las notas de obligatoriedad, y oferta total y a posteriori. Además del análisis de las líneas definitorias de dicho régimen, el estudio aborda un recorrido por el mercado español de OPAS a través de tres de las ofertas más importantes lanzadas en nuestro país. De dichos ejemplos se examinan sus notas más características y se establece finalmente una comparativa entre una serie de aspectos clave en su desarrollo.

Palabras clave: OPA, toma de control, igualdad de trato, obligatoriedad, precio equitativo.

Abstract:

The takeover bid is a type of company operation in which the offering part acquires a number of shares from the acquired company. The takeover system was regulated for the first time in Spain in 1980, and since that moment it has suffered several modifications, the most important one with the approval of the law 6/2007, by which the Takeover Directive was implemented. The current system can be defined by the characteristics of an obligatory nature and total offer and a posteriori. Aside from the analysis of the main points of that system, the dissertation examines the Spanish market of takeover bids through three of the most important ones in our country. We study the characteristics of these examples and we finally establish a comparison between a set of key aspects in their development.

Keywords: Takeover bids, control acquisition, equal treatment, obligatory nature, equitable price.

ABREVIATURAS

Art. : Artículo

OPA: Oferta Pública de Adquisición de Valores

UE: Unión Europea

RD: Real Decreto

LMV: Ley del Mercado de Valores

RDOPAS: Reglamento de OPAs, aprobado por el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de valores

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Iberclear: Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A.

TRLMV: Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores

TRLSA: Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas

LSC: Ley de Sociedades de Capital

CCo: Código de Comercio

AN: Audiencia Nacional

CNE: Comisión Nacional de la Energía

CE: Comisión Europea

ÍNDICE DE CONTENIDOS:

1. INTRODUCCIÓN	6
2. DESARROLLO	8
2.1. RÉGIMEN LEGAL DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES	8
2.1.1. Comunitario: La Directiva 2004/25 CE relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición	8
2.1.2. Nacional	10
2.2. PRINCIPALES ASPECTOS DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES	11
2.2.1. Clases de OPAs	11
2.2.2. Estudio de la OPA obligatoria	14
<i>2.2.2.1. Justificación de la OPA obligatoria</i>	14
<i>2.2.2.2. Acceso al control de una sociedad cotizada</i>	14
<i>2.2.2.3. Excepciones al deber de formular una OPA obligatoria</i>	15
<i>2.2.2.4. Procedimiento al que se someten las OPAs</i>	17
a) Primera fase: Preparación de la OPA	17
b) Segunda fase: Desarrollo de la OPA	21
c) Tercera fase: Resultado de la OPA	35
2.3. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES EN LA REALIDAD ESPAÑOLA	39
2.3.1. Introducción a la parte práctica	39
2.3.2. Análisis de tres de las OPAs más significativas lanzadas en España	39
<i>2.3.2.1. Justificación de su elección</i>	39
	4

2.3.2.2. <i>Análisis de cada una de ellas</i>	40
a) OPA del Banco de Bilbao sobre el Banco Español de Crédito	40
b) OPA de Gas Natural sobre Endesa	47
c) OPA de Orange sobre Jazztel	61
2.3.2.3. <i>Análisis comparativo de las OPAs elegidas</i>	67
a) Contraprestación y garantías de las ofertas	67
b) Financiación de las operaciones	70
c) Cláusulas o blindajes anti-OPA en los estatutos sociales de las sociedades afectadas	71
3. CONCLUSIONES	72
4. BIBLIOGRAFÍA	75

1. INTRODUCCIÓN:

Las ofertas públicas de adquisición de valores son operaciones societarias a través de las cuales personas físicas o jurídicas ofrecen a los accionistas de una sociedad (cotizada) la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan hacerse con dichas acciones, a cambio de un precio (que deberá ser equitativo de tratarse de una operación obligatoria). En definitiva, se trata de ofertas de contrato que de resultar exitosas, van a tener importantes consecuencias sobre la propia sociedad opada y sobre sus accionistas.

El estudio que se desarrolla a continuación pretende, en primer lugar, realizar un recorrido por el régimen normativo de esta operación, vigente en España desde el año 1980. Esto nos permitirá analizar la evolución de los principales aspectos de las OPAs, y comprobar cómo ha influido en ellos su reglamentación a nivel comunitario mediante la Directiva de OPAs. En segundo lugar, persigue ofrecer una panorámica de las OPAs en la realidad española, a través del examen de tres de las que a nuestro parecer, pueden situarse entre las más emblemáticas lanzadas hasta el momento: La OPA del Banco de Bilbao sobre el Banco Español de Crédito, la OPA de GAS NATURAL sobre ENDESA y la OPA de Orange sobre Jazztel.

La relevancia de esta especial forma de operación bursátil es evidente tanto a nivel normativo, como en el plano teórico y práctico. Desde un punto de vista normativo, por el hecho de que la necesidad de regulación en España surgiese en un momento que puede considerarse temprano, cuando ni siquiera existía la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y por las sucesivas reformas que ha sufrido. Además, a nivel comunitario, desarrollar un marco normativo que favoreciese el lanzamiento de OPAs devino imprescindible para avanzar en el proyecto de la unión de los mercados de capitales. En el plano teórico, porque tal y como se estudia en la asignatura Derecho Mercantil, el oferente no cuenta con otra alternativa cuando la OPA es obligatoria, obligatoriedad que se vincula con el alcance de un determinado umbral de control fijado por la propia normativa. Asimismo, estas operaciones cumplen una importante función en el llamado mercado de control de sociedades, lo que atrae al Derecho de la Competencia. La principal peculiaridad, que no se da por ejemplo en el caso de las fusiones, se encuentra en este punto en el acercamiento que se produce entre oferentes y demandantes de control, que puede llevar a un cambio de dirección en la sociedad opada, incluso en contra de la posición de su Consejo de Administración (el famoso conflicto de intereses al que haremos referencia en líneas posteriores de este estudio). Los accionistas de la sociedad afectada por la operación,

entre los que rige el principio de igualdad de trato, constituyen la pieza angular en el desarrollo de una OPA. En la práctica, la transcendencia de las OPAs se observa en el nivel de normalización que han alcanzado estas operaciones en España, así como en la politización de algunas de ellas (caso de las OPAs sobre Endesa), incluso en la posible dimensión extraterritorial (opas transfronterizas).

El trabajo alcanza una dimensión teórica y una dimensión práctica. En relación a la dimensión teórica, la etapa actual se encuentra bajo la vigencia del nuevo sistema de OPAs adaptado a las exigencias comunitarias y contenido en la Ley 6/2007 y en el Reglamento de las ofertas públicas de adquisición de valores, que se define por las notas de obligatoriedad y oferta total y a posteriori. En cuanto al mercado español de OPAs, nos encontramos en una fase de recuperación, que comenzó a ser palpable en el año 2015, en el que destaca la Oferta lanzada por la francesa Orange sobre Jazztel, tras una etapa de recesión económica, en la que se ha demostrado cómo un contexto de condiciones económicas adversas afecta a este tipo de operaciones societarias. No obstante, habrá que esperar hasta finales de este año para poder afirmar que la recuperación se ha consolidado, ya que hasta el momento la CNMV solo ha autorizado una operación.

El estudio se estructura en dos grandes partes. La primera se dedica al análisis de la legislación en materia de OPAs vigente en España y en el ámbito comunitario, así como al desarrollo de los principales aspectos de su régimen normativo. La referencia legislativa se divide en un primer momento entre el régimen comunitario y el régimen nacional, para posteriormente, ya en el plano nacional, organizar el examen en dos etapas, separadas por la aprobación de la Ley 6/2007, que vino a transponer la Directiva de OPAs. Partiendo de esta segunda etapa, se desarrolla el régimen de OPAs vigente en España. Tras una primera clasificación, y centrándonos a partir de ese momento en el examen de la OPA obligatoria, se detallan las fases del procedimiento al que se someten estas operaciones, en el que debido precisamente a su dimensión e importancia, desde estos momentos iniciales interviene la CNMV, organismo encargado de conceder su autorización. En la segunda sección se examinan tres OPAs lanzadas en España. De tal forma, una vez justificada su elección, por la pertenencia a distintas etapas normativas y a distintos sectores económicos, se analizan los elementos definatorios de cada una de ellas, tales como los aspectos subjetivos, objetivos, su finalidad y desarrollo histórico, para finalizar estableciendo una comparativa entre determinadas cuestiones de las ofertas seleccionadas.

2. DESARROLLO:

2.1. RÉGIMEN LEGAL DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES

2.1.1. Comunitario: La Directiva 2004/25 CE relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición

El avance en la consolidación de un mercado único europeo, exigía fortalecer el control de sociedades, tomando como base los principios de libertad de establecimiento y libre circulación de capitales (reconocidos entonces en el art. 56 del Tratado de la Comunidad Europea). En este contexto, devino imprescindible la aprobación de una regulación armonizada de OPAS, siendo estas operaciones un mecanismo válido para progresar en la instauración de un mercado único de capitales, que fomentaría la competitividad en la Unión. A pesar que la necesidad armonizadora parecía evidente, la respuesta de la UE, en forma de Directiva, fue lenta, resultado de prácticamente dos décadas de trabajo, y no sin dificultades¹, ya que tuvo que hacer frente a la ausencia de regulación en algunos Estados miembro, y a la considerable disparidad en el régimen de OPAS en otros.

El proceso armonizador encuentra su primera manifestación en el encargo de estudio de la materia, que realizó la Comisión al profesor británico Pennington en el año 1974, y que puede considerarse el antecedente inmediato de la primera propuesta de Directiva. El segundo paso fundamental fue dado en 1985, con la publicación del Libro Blanco de la Comisión titulado “La Consecución del Mercado Interior”, en el que declaraba su determinación respecto a la propuesta de una Directiva de OPAS, en el marco de creación de un Espacio Financiero Europeo. Finalmente fueron tres las propuestas de Directiva que se sucedieron (1988, 1996, 2002)², debido principalmente a las desavenencias surgidas en torno a dos cuestiones: La generalización de un sistema de OPA obligatoria, al que se oponían Estados como España, (donde el régimen vigente en ese momento se basaba fundamentalmente en un modelo de OPA voluntaria y parcial), y por otro lado, las posibilidades de actuación del órgano de administración de la sociedad afectada frente a una OPA.

¹SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas de Adquisición de acciones*. Pamplona: Thomson Reuters, 2009.

²Para más información puede consultarse: SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *op.cit*, pp. 47 y ss.

Tras el rechazo de la anterior, la tercera propuesta vino precedida por el conocido como Informe Winter, en el que, cumpliendo con la tarea encomendada por la Comisión, el Grupo de expertos de alto nivel sobre Derecho de Sociedades, presidido por el profesor Winter, diseñó las líneas esenciales de un nuevo régimen de OPAS. Finalmente, tomando como base dicho documento, la actual Directiva 2004/25 CE relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, fue aprobada el 21 de abril de 2004.

La norma unificó la regulación de esta materia, estableciendo un campo de juego común (“same level playing field”)³, basado en el respeto al conjunto de principios generales recogidos en su art. 3. Estos principios se orientan a la atribución de un conjunto de derechos a los titulares de acciones cotizadas, (como ocurre con el principio de igualdad de trato, que informará todo el proceso de desarrollo de una OPA), así como de un catálogo de obligaciones dirigidas por un lado a los oferentes (puesta a disposición de información suficiente; garantías del cumplimiento de la contraprestación), y por otro, a los administradores de la sociedad afectada (actuación en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto; no interrupción de la actividad normal de la empresa). Asimismo, el art.4 encomendaba a los Estados miembro la designación de autoridades competentes de supervisión de las ofertas, con objeto de que se garantice el cumplimiento de las previsiones de la Directiva.

No obstante, la necesidad de aprobación del texto llevó a incluir algunas reservas que permiten a los Estados y a las sociedades cotizadas evitar la neutralización, conformando así un régimen opcional. Estas previsiones desnaturalizan en cierto modo el pretendido objetivo armonizador⁴ llegándose a hablar de la existencia de una “armonización disgregante”⁵. El análisis de la transposición de la Directiva se efectuará en el siguiente apartado, limitándonos al caso español.

³ RECALDE CASTELLS, Andrés. “Régimen jurídico de las OPAS: Concepto, función económica y principios de la ordenación” en 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. 37.

⁴BROSETA PONT, Manuel. *Manual de Derecho Mercantil*. Madrid: Tecnos, 2015.

⁵ SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan. “La armonización disgregante: La Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas” [en línea]. *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*. No. 3 (2006). <<http://eprints.sim.ucm.es/5624/1/sancalero.pdf>> [Consulta: 7 marzo 2016]

2.1.2. Nacional

El análisis de la regulación de las OPAS en nuestro ordenamiento puede estructurarse, diferenciando dos etapas, separadas por la aprobación de la Ley 6/2007, la cual vino a transponer la Directiva de OPAs.

La primera fase abarcaría desde los primeros intentos de regulación de la materia, hasta la aprobación de dicha Ley.

Tal y como apunta Sánchez Calero⁶, la oportunidad de regular este asunto surgió al inicio de la década de los setenta, cuando apareció la técnica de la OPA como mecanismo de afiliación de sociedades. En esos primeros momentos, el Reglamento de Bolsas, aprobado por RD de 1967, presentaba dificultades para la formulación de OPAs. Hubo que esperar hasta 1980 para que fuesen reguladas por primera vez en España, en el RD 1848/1980. Este régimen, debido seguramente a sus insuficiencias, fue reformado cuatro años más tarde a través del RD 279/1984.

A pesar de la importancia de estas regulaciones, los antecedentes inmediatos del sistema actual⁷ los encontramos en la aprobación de la Ley del Mercado de Valores (LMV) 24/1988, cuyo art. 60 contenía el régimen de la “oferta pública de adquisición obligatoria”. Su desarrollo reglamentario tuvo lugar a través del RD 1197/1991, norma que ha estado vigente hasta la aprobación del RD 1066/2007, y que ha sido modificada en numerosas ocasiones. Quizá su reforma más importante tuvo lugar en 2003, cuando se amplió la obligatoriedad de formulación de una OPA a casos en los que se alcanzase el control de la sociedad por vías distintas a la de disponer del 25% del capital, acercándonos así al régimen vigente en otros Estados miembro. Esta regulación implantaba un modelo fundamentalmente de OPA previa, (“a priori”) y parcial. “A priori” en el sentido de que la formulación de la OPA era obligatoria para quien pretendiese adquirir el control de la sociedad al alcanzar una participación de control o de dominio en la sociedad, que se identificaba con un porcentaje igual o superior al 25% del capital social, de manera que la OPA era un método para adquirir el control. Parcial en cuanto a que podía dirigirse únicamente a una parte del capital de la sociedad cotizada en cuestión.

⁶SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit.

⁷TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS) en la Unión Europea y en España” [en línea]. *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*. No. 20 (2008). <<http://www.ucm.es/eprints>> [Consulta: 15 marzo 2016]

La segunda etapa se iniciaría una vez que España traspusiese el régimen contenido en la Directiva 2004/25/CE relativa a las “ofertas públicas de adquisición, cuya entrada en vigor data del 20 de mayo de 2004. A pesar de que la norma concedió a los Estados miembro un plazo máximo de dos años para proceder a la modificación de sus ordenamientos, en España hubo que esperar hasta la aprobación de la Ley 6/2007, para la implantación del nuevo sistema de OPAs adaptado a las exigencias comunitarias. Esta Ley 6/2007, que modifica la LMV 24/1988, fue completada con el RD 1066/2007, cuya entrada en vigor supuso la derogación del RD 1197/1991 y la aprobación del Reglamento de las ofertas públicas de adquisición de valores (RDOPAS). Este nuevo régimen, en línea con lo dispuesto en la Directiva, implanta un modelo de OPA obligatoria “a posteriori” y “total”. Esto es, la OPA debe formularse una vez que el control se ha adquirido, sobre la totalidad de valores con derecho a voto de la sociedad cotizada, y siguiendo a Sánchez Calero⁸, sirve ya no como un medio que se ha de emplear “a priori” para adquirir el control de una sociedad, sino especialmente para el reparto “a posteriori” de la llamada prima de control entre todos los accionistas con derecho a voto. A lo largo de este estudio se analizarán con detalle los aspectos más relevantes de este nuevo régimen.

Por último mencionar que el Texto Refundido de la LMV (TRLMV), aprobado por RD Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, no altera el contenido de la norma sino simplemente el orden de las materias reguladas.

2.2. PRINCIPALES ASPECTOS DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES

2.2.1. Clases de OPAs

Las OPAs pueden ser clasificadas en torno a distintos criterios, entre los que destacamos, atendiendo a la relevancia que van a presentar a lo largo del presente estudio, los siguientes:

Como punto de partida, es preciso distinguir entre ofertas dirigidas a la adquisición de acciones cotizadas, y aquellas cuyos destinatarios son accionistas de una sociedad anónima no cotizada⁹. Sin embargo, el régimen jurídico de las OPAs en España, así como el europeo, se va ocupar exclusivamente de las primeras, tal y como dispone el art. 1 del RDOPAS al definir el ámbito de aplicación de dicha norma.

⁸SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit.

⁹JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.). op.cit.

La contraprestación propuesta por el oferente de una OPA va a configurar un criterio clasificador, siendo posible encontrar OPAs en las que precio se fije en dinero, en valores, o simultáneamente, en dinero y en valores.

Desde una “perspectiva sustancial”¹⁰, según la postura que adopte la sociedad afectada frente a la OPA, más concretamente, su órgano de administración, diferenciaremos entre OPAs hostiles y amistosas. A pesar de su importancia, se trata de una clasificación, en palabras de Sánchez Calero¹¹, de carácter básicamente metajurídico, que atiende a la existencia o no de un conflicto de intereses entre el oferente, (en el supuesto de que trate de hacerse con el control de la sociedad), y los administradores de la sociedad afectada, quienes pueden ver en la oferta una amenaza para el mantenimiento de su posición. La tendencia general, (que se constatará en la parte práctica de este estudio), se orienta a la calificación de las OPAs como hostiles, debido a la práctica extendida entre los administradores, de confundir interés social con su particular interés de permanencia en la sociedad¹². Esta postura anti OPA, reflejada en conductas como la inclusión de medidas defensivas en los estatutos sociales, con objeto de que la sociedad en cuestión resulte poco atractiva frente a una eventual OPA, no hace sino perjudicar a los accionistas, que se verán privados de las potenciales beneficios que conlleva el acceso al “mercado de OPAS”¹³, en términos de contraprestación por sus acciones.

La distinción que maneja la normativa de OPAs es la de ofertas voluntarias y obligatorias. Así pues, el preámbulo del RDOPAS declara que éste se aplica a todas las ofertas públicas de adquisición, ya sean voluntarias u obligatorias, que se formulen sobre una sociedad cotizada. En el Derecho de OPAs español, la obligatoriedad “se activa”¹⁴ cuando se alcanza el control de una sociedad cotizada, (supuesto que, debido a su importancia, ocupará la parte central del estudio), así como cuando sea la propia sociedad afectada quien lance la OPA, (cuestión que se abordará en líneas posteriores). En cuanto a las ofertas voluntarias, serán aquellas que se articulen mientras no pese sobre el oferente la obligación legal de formulación de una OPA. Al contrario de lo que sucede con las OPAs obligatorias, las

¹⁰ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. op.cit., pp. 15.

¹¹SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit.

¹²TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. op.cit., pp. 16.

¹³BROSETA PONT, Manuel. op.cit., pp. 351.

¹⁴RECALDE CASTELLS, Andrés. “Régimen jurídico de las OPAS: Concepto, función económica y principios de la ordenación” en 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.

ofertas voluntarias podrán supeditarse a una serie de condiciones, previstas en el art.13.2 del RDOPAS, y no habrán de formularse al “precio equitativo”.¹⁵

Respecto a las OPAs realizadas por la propia sociedad afectada, nos referimos a los supuestos de OPAs por reducción de capital social amortizando acciones, y a la conocida como “OPA de exclusión” o “Going private”.

El primer caso se encuentra recogido en el art.12 del RDOPAS, coincidiendo su contenido con lo previsto en el art.170 TRLSA. Siguiendo a los autores Juste Mencía y Recalde Castells¹⁶, la exigencia de formulación de la OPA debe entenderse en este supuesto como un medio para proceder a la ejecución del acuerdo de reducción del capital social adoptado según lo dispuesto en TRLSA, que permite dar cumplimiento a las exigencias del principio de igualdad de trato. Se trata de un ejemplo de OPA obligatoria, (aunque ciertamente su finalidad no es la toma de control de la sociedad), parcial, y en el que no se mantiene la exigencia de precio equitativo.

En cuanto a las ofertas de exclusión, su enunciación resulta obligatoria debido a que la retirada de las acciones de negociación en los mercados secundarios españoles, supone privar a los accionistas del instrumento de liquidez del mercado de valores. Constituye por tanto de un paso previo a la exclusión, cuya finalidad, en palabras de Aníbal Sánchez Andrés¹⁷, es dar cabida a un “específico derecho de separación para los accionistas” en vista a la pérdida de liquidez de sus valores. En el art.10 RDOPAS se precisa que la oferta deberá dirigirse a todos los titulares de las acciones, y formularse como una compraventa, esto es, siendo la totalidad del precio en dinero.

Es posible también encontrar otras clasificaciones que merecen ser mencionadas, como la de OPAS nacionales y OPAS transfronterizas, a la que haremos referencia en la parte práctica de este estudio, así como las siguientes clases de OPAS, desarrolladas en líneas posteriores: OPA total y OPA parcial; pura y condicionada; revocable e irrevocable.

¹⁵ Sin embargo, el apartado sexto de ese mismo artículo hace referencia a la posibilidad de que en el transcurso de una oferta voluntaria, la operación deviniese obligatoria, supuesto en el que se deberá cumplir con las previsiones contenidas en el RDOPAS para las OPAs obligatorias.

¹⁶JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords). op.cit.

¹⁷SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. “Teología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española”. *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Madrid: Civitas, 2008, pp. 1415 y ss.

2.2.2. Estudio de la OPA obligatoria

2.2.2.1. Justificación de la OPA obligatoria

Como ya se ha apuntado, el modelo de OPA vigente en España puede definirse por la obligatoriedad de formular la oferta, a un precio equitativo, para alcanzar el control de una sociedad cotizada, o una vez alcanzado.

La orientación del régimen de OPAS hacia un modelo de oferta obligatoria responde principalmente a su impulso comunitario a través de la Directiva, donde se generalizó la obligatoriedad con carácter ineludible para el conjunto de Estados miembro. Se impuso este deber como consecuencia del logro de un determinado umbral de control en una sociedad cotizada, extremo que sería fijado por cada Estado miembro, siendo en España, (como en la mayoría de Estados de la UE), el 30% de los derechos de voto de la sociedad en cuestión (art.4 del RDOPAS).

En cuanto al fundamento de la obligación legal de formular una OPA, en el ámbito comunitario se encuentra esencialmente en el principio de igualdad de trato¹⁸ de los accionistas de la sociedad afectada, esto es, en la configuración de la oferta como un mecanismo de salida de accionistas minoritarios ante la toma de control de la sociedad, y siguiendo a García de Enterría, en el propósito de que la totalidad pueda beneficiarse por igual de la prima de control¹⁹ que el oferente esté dispuesto a satisfacer por la adquisición del dominio.

2.2.2.2. Acceso al control de una sociedad cotizada

El control de una sociedad puede adquirirse, tanto de forma directa, como de manera indirecta o sobrevenida.

a) Toma de control directa:

En cuanto a la toma de control directa, el art. 4 del RDOPAS recoge un indicador cuantitativo y otro cualitativo²⁰.

El criterio cuantitativo, como se apuntó anteriormente, consiste en alcanzar un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%, teniendo presentes a efectos del cómputo las

¹⁸Principio general recogido en el art.3.1 de la Directiva.

¹⁹Este autor señala que se denomina “prima” al ser una cantidad superior a la que se pagaría por acciones que no permitan alcanzar ningún tipo de control en la sociedad. GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA obligatoria*. Madrid: Ed Civitas, 1996, pp. 167.

²⁰ TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. op.cit., pp. 18.

reglas recogidas en el art. 5 RDOPAS. La inclusión de esta pauta responde a la presunción de que al poseer el 30% o más de los derechos de voto de una sociedad, se cuenta con “el dominio de la sociedad por medio de la junta, o simplemente [con influencia necesaria] para designar a la mayoría de los miembros del consejo de administración”²¹.

Desde un punto de vista cualitativo, el art. 6 del RDOPAS establece que el nombramiento de una serie de miembros del órgano de dirección de la sociedad será asimismo presupuesto de adquisición del control de la misma²². Recoge en esta línea supuestos en los que se presumirá, salvo prueba en contrario, que el titular de la participación ha designado miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.

b) Toma de control indirecta o sobrevenida

Siguiendo la remisión del art. 3.1 c) del RDOPAS, el art. 7 de la misma norma regula las situaciones de toma de control indirecta y sobrevenida.

El apartado primero de dicho precepto se encarga de los supuestos de toma indirecta de control²³.

El resto de números del art.7 enumeran las posibles situaciones de adquisición sobrevenida de control, esto es, casos en los que el dominio se logra sin que en principio existiese previamente una voluntad clara por parte del adquirente²⁴.

2.2.2.3. Excepciones al deber de formular una OPA obligatoria

La normativa de OPAS no impone el deber de formular una oferta siempre que se alcance el control de una sociedad cotizada. La inclusión de una serie de excepciones a la regla de la

²¹SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit.

²² Dicho precepto señala que se entenderá adquirido el control de la sociedad cuando, habiendo alcanzado “un porcentaje de derechos de voto inferior [al 30%], se designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, en los términos del art. 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad”.

²³En concreto, de la fusión o toma de control de una sociedad o entidad, incluso no cotizada o no domiciliada en España, que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera sociedad cotizada, y como consecuencia de dicha operación, se alcance, directa o indirectamente, el 30% de los derechos de voto de la sociedad cotizada.

²⁴Reducciones de capital en una sociedad cotizada que impliquen que algún accionista alcance el 30% de los derechos de voto; Supuestos de canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones de una sociedad cotizada derivados de instrumentos que lleven a que un accionista logre el mencionado porcentaje; Obtención del 30% de los derechos de voto de una sociedad cotizada como consecuencia de variaciones en la aut Cartera de dicha sociedad; Toma sobrevenida del control por parte de entidades financieras o cualquier otra persona o entidad, como resultado del cumplimiento de un contrato o compromiso de aseguramiento de una emisión o de una oferta pública de venta de valores de una sociedad cotizada.

obligatoriedad obedece, bien a razones de interés público o general²⁵, o bien a tratar de impedir situaciones ineficientes que derivarían de proteger a los accionistas cuando de hecho no sea necesario²⁶.

Siendo muchas las posibles catalogaciones, tomaremos como criterio clasificador de las excepciones, el acogido por Juste Mencía y Recalde Castells²⁷, quienes basándose en su dimensión temporal, diferencian entre temporales y definitivas.

Las excepciones de orden temporal se configuran como suspensiones del deber de formular una OPA obligatoria. Se prevén para supuestos de toma de control indirecta o sobrevenida (recogidos en el art. 7 del RDOPAS), donde la suspensión puede prorrogarse durante un plazo máximo de tres meses desde que se alcanza el control, así como para casos de denegación de dispensa solicitada a la CNMV o de pérdida de la misma (art. 4.2 del RDOPAS).

Dentro de las excepciones definitivas, encontramos las condicionadas a la obtención de dispensa por parte de la CNMV, así como excepciones no condicionadas, donde encajarían las exclusiones previstas en el art.8 RDOPAS.

En cuanto a la dispensa, prevista en el art.4.2 del RDOPAS²⁸, acogiendo la remisión del TRLMV, tal y como aclara Sánchez Calero²⁹, a pesar de que la redacción del precepto pueda dar a entender que la dispensa de la CNMV es automática³⁰, el procedimiento de solicitud de dispensa iniciado a instancia del interesado, podrá concluir con una denegación por parte de la CNMV, o con su obtención, la cual podrá perderse de no mantenerse las mencionadas condiciones.

²⁵ SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit.

²⁶ JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit.

²⁷ JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit.

²⁸ El precepto establece que “la CNMV dispensará de la obligación de formular la oferta pública de adquisición cuando se alcance el 30% de los derechos de voto de una sociedad, si otra persona o entidad, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta”.

²⁹ SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit.

³⁰El párrafo segundo del art. 4.2 RDOPAS manifiesta que su obtención se condicionará a “que la persona o entidad no rebaje su participación por debajo de la ostentada por el accionista que hubiese sido dispensado” y a que “no designe a más de la mitad de los miembros del consejo”

Por otro lado, el art. 8 RDOPAS, cumpliendo con el encargo del art.133.4 i) TRLMV, recoge una serie de “supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control”³¹ cuyo análisis excede las pretensiones de este estudio.

Finalmente mencionar que el RDOPAS contiene otras excepciones al deber de formulación de una OPA obligatoria, como por ejemplo la aplicable a casos de mera redistribución de derechos de voto en los términos previstos en el art. 5.4; las excepciones relativas a las OPAs de exclusión contenidas en el art.11; o a la establecida en el art. 12.2 dirigida a las OPAs por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias.

2.2.2.4. Procedimiento al que se someten las OPAs

A) Primera fase: Preparación de la OPA. Anuncio, folleto explicativo, intervención de la CNMV.

Una operación de tal envergadura requiere del cumplimiento de una serie de exigencias informativas, con objeto de que su desarrollo se realice con suficientes “garantías para las partes implicadas”³², informaciones que de hecho van a marcar el inicio del proceso al que debe someterse una oferta pública de adquisición. Además, debido precisamente a su dimensión e importancia, desde estos momentos iniciales, la operación se desarrollará bajo la supervisión de una autoridad, en concreto de la CNMV, organismo que deberá conceder su autorización.

I. Anuncio:

Los principales destinatarios de las mencionadas informaciones van a ser lógicamente los accionistas de la sociedad opada, a los que se dirigirá, con dicha finalidad informativa³³, el folleto de la operación. Sin embargo, previamente tendrá lugar el anuncio de la OPA, cuyo propósito no es tanto explicativo, sino que principalmente tratará de evitar lo que se conoce en el ámbito europeo como “abuso de mercado”, esto es, situaciones de manejo de informaciones privilegiadas respecto a la potencial operación.

³¹Art.8 del RDOPAS: Adquisiciones realizadas por los Fondos de Garantía de Depósitos y otras instituciones similares; Adquisiciones efectuadas con arreglo a la Ley de Expropiación Forzosa; Unanimidad de los titulares afectados; Conversión o capitalización de créditos; Adquisiciones gratuitas; Control adquirido tras una OPA voluntaria; Control adquirido por los accionistas de sociedades sometidas a una operación de fusión.

³²VALMAÑA OCHAÍTA, María. “Folleto de la OPA” en JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit., pp.347.

³³Considerando 13 de la Directiva: Con objeto de que puedan “adoptar con conocimiento de causa una decisión” y “estar debidamente informados de las condiciones de la oferta”.

De la regulación contenida el art. 17.2 RDOPAS se desprende que el anuncio debe realizarse tan pronto como se tome la decisión de formular una OPA, siempre que pueda garantizarse el cumplimiento de la contraprestación que se ofrezca. Cabe además la posibilidad de que el anuncio sea simultáneo a la presentación ante la CNMV de la solicitud de autorización de la oferta.

II. Folleto explicativo³⁴:

El deber de elaboración y registro ante la CNMV del folleto explicativo, que impone el legislador al oferente de una operación de estas características, demuestra que la información constituye uno de los pilares de la regulación de las OPAs, tanto a nivel comunitario (donde se considera principio general), como estatal.

Los principales destinatarios del folleto van a ser los accionistas de la sociedad afectada por la OPA, quienes gracias al mismo podrán “formarse un juicio fundado sobre la oferta” (art. 18.2 RDOPAS). Sus finalidades son por tanto proteger los intereses de los destinatarios de la oferta, que serán fundamentalmente liquidez, rentabilidad y seguridad, dar cumplimiento al principio de igualdad de trato de dichos destinatarios de la oferta a través de la igualdad informativa, y contribuir a través de su registro en la CNMV a la transparencia informativa en el mercado de valores, y por tanto a su efectiva ordenación³⁵.

En cuanto a los requisitos que debe cumplir, nos detendremos únicamente en los relativos a su contenido, ubicados en el art. 18 del RDOPAS, donde se señala que el folleto deberá contener las informaciones previstas en el Anexo del RDOPAS, así como “cualquier otra que el oferente considere oportuno incluir con el fin de que sus destinatarios puedan formarse un juicio fundado sobre la oferta”.

Será un mero borrador hasta que no sea aprobado por la CNMV y su importancia queda patente, al ser los errores esenciales u omisiones relevantes en su contenido, causa de denegación de la autorización de la oferta, según disponen los arts. 17.4 y 21 RDOPAS, (aspectos que se analizarán a continuación).

³⁴En la parte práctica de este estudio se analizarán ejemplares reales de folletos explicativos.

³⁵JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit.

III. Procedimiento administrativo de autorización de OPAS:

Como apuntábamos, una operación de este calado encierra un “interés público”³⁶, al incidir en la transparencia de los mercados y en la formación de los precios, y al colocar a los inversores en una situación merecedora de protección, aspectos que sin duda hacen imprescindible la intervención del Estado. En el caso español, interviene a través de la CNMV en el procedimiento administrativo de autorización de OPAS, autorización que el art.17 del RDOPAS configura como requisito indispensable.

El procedimiento se inicia a instancia del interesado en formular una OPA voluntaria, o del obligado a presentar una OPA cuando ésta sea preceptiva, a través del “escrito de solicitud de autorización” al que se refiere el art.17.1 RDOPAS. El supuesto más habitual es que sea presentado por los administradores de una sociedad anónima, tal y como se observará en la parte práctica de este estudio.

En cuanto a los aspectos formales, el citado precepto señala que el escrito deberá contener “las principales características de la operación y que se ajustará al modelo que, en su caso, se determine mediante Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Se acompañará de la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la oferta pública y del folleto explicativo de la oferta”, junto con la documentación complementaria a la que se refiere el art.20 RDOPAS, como la acreditativa de la constitución de las garantías correspondientes.

El lugar de presentación de la solicitud, a pesar de la falta de previsión legal, debe ser inevitablemente el registro de la CNMV³⁷, y los plazos dependerán del supuesto ante el que nos encontremos. Siguiendo lo dispuesto en el art.17.2 RDOPAS, en caso de OPAS obligatorias por toma de control directo, la solicitud deberá presentarse en el mes posterior a la fecha en que surja la obligación de lanzar la OPA, mientras que en supuestos de toma de control indirecta o sobrevenida, en los tres meses siguientes a la fecha en la que se alcance el control de la sociedad. De tratarse de un supuesto de OPA voluntaria, el procedimiento deberá iniciarse en el mes posterior a la fecha de anuncio de la oferta.

³⁶PLASENCIA SÁNCHEZ, Félix. “Iniciación y admisión a trámite del procedimiento de OPAS. La autorización de la CNMV” en JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit., pp. 373.

³⁷JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit.

El incumplimiento de las obligaciones relacionadas con la iniciación del procedimiento por parte del oferente³⁸, esto es, la falta de presentación de la solicitud de una OPA, su presentación fuera de plazo, o con irregularidades esenciales u omisiones relevantes, dará lugar a responsabilidades administrativas, así como a la suspensión de los derechos políticos derivados de los valores de la sociedad cotizada afectada que el infractor posea directa o indirectamente, o a través de las personas que actúen concertadamente con él (art. 27 RDOPAS). Esta suspensión únicamente será revertida si el oferente formula una OPA sobre la totalidad de los valores de la sociedad, o si lo consienten el resto de titulares de manera unánime.

Respecto al desarrollo procedimental de esta primera etapa, el trámite de admisión del escrito de solicitud de autorización de la OPA en cuestión, es articulado por el RDOPAS en dos fases diferenciadas. La primera de ellas coincide con la presentación ante la CNMV del escrito de solicitud acompañado de la totalidad de informaciones exigidas por la normativa, pudiéndose entregar inicialmente el escrito junto con el acuerdo y el folleto, y posteriormente, en el plazo de 7 días, la documentación complementaria contenida en el art. 20 RDOPAS. Aunque el propio reglamento no prevé en esta primera fase la posibilidad de inadmitir la oferta, del tenor literal de la regulación se llega a la conclusión de que la CNMV tiene la facultad de inadmitir aquellas que carezcan de fundamento o no se acompañen del acuerdo de promover la operación o del folleto³⁹. El segundo momento aparece regulado en el art. 17.3 RDOPAS. La CNMV revisará entonces la solicitud y documentación entregada, y declarará, en un plazo de 7 días, su admisión a trámite, mediante acto expreso o silencio por parte del organismo, o su inadmisión, mediante resolución motivada. Este último supuesto tendrá lugar de darse alguno de los extremos contenidos en el art. 17.4 del RDOPAS⁴⁰. Cabe apuntar que se dará la posibilidad al oferente de que subsane cualquiera de estos aspectos. La decisión que se adopte será publicada ese mismo día en la web de la CNMV.

³⁸ “El incumplimiento es aún más grave en el sistema actual de OPA a posteriori que en el régimen anterior de OPA a priori, debido a que el que incumple ya posee el control de la sociedad”. DEL CAÑO PALOP, José Ramón. “Comentario a los artículos 39 y 49 y 50” en GARCÍA DE ENTERRÍA J.; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J. (Coords.) *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio*. Madrid: Ed Civitas, 2009, pp.1005.

³⁹ JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit.

⁴⁰ Errores esenciales en el folleto o incumplimiento de las exigencias relativas a su contenido mínimo; no presentación de la documentación acreditativa de la constitución de garantías o de cualquier otra prevista en el art. 20 RDOPAS, así como su presentación con errores o vicios graves; o incumplimiento de las previsiones contenidas en el propio RDOPAS.

Finalmente, tal y como dispone el art. 21 RDOPAS, en el plazo de 20 días hábiles a partir de la recepción de la solicitud⁴¹, (o a partir de que se reciban los documentos complementarios oportunos), la CNMV deberá proceder a la autorización o denegación de la oferta basando su decisión en el cumplimiento de las previsiones contenidas en el TRLMV, y especialmente en el RDOPAS, así como en “demás normativa aplicable”. En el sistema vigente, en caso de tratarse una operación obligatoria, uno de los aspectos determinantes para la concesión de autorización, será el relativo al análisis del cumplimiento las exigencias de “precio equitativo” en la contraprestación recogida en el folleto explicativo de la OPA⁴².

Una vez adoptado el acuerdo, el art. 21.4 RDOPAS dispone que la decisión se notificará al “oferente, a la sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas y a la Sociedad de Bolsas así como a cualesquiera otros organismos o autoridades cuya notificación pudiera considerarse necesaria y difundirá dicho acuerdo mediante la publicación en su página web”. El art. 21.3 RDOPAS prevé la impugnabilidad de la decisión en vía administrativa y en contencioso administrativa.

En el caso de que se haya autorizado, el art. 22 RDOPAS encomienda al oferente la difusión pública y general de la oferta en el plazo máximo de 5 días hábiles desde que se le notificó. En cumplimiento de las mencionadas exigencias informativas, ese mismo precepto requiere la puesta a disposición de los interesados del folleto y de la documentación complementaria del art. 20 RDOPAS, “desde el día hábil bursátil siguiente al de la publicación del primer anuncio”.

B) Segunda fase: Desarrollo de la OPA.

Esta segunda etapa dentro del proceso de desarrollo de una OPA abarcaría todo el período de vigencia de la operación, desde el momento en el que se hace público el folleto de la oferta, iniciando así la fase de aceptación, hasta que expira dicho periodo, con un resultado positivo o negativo. Presenta especial relevancia en este punto analizar las actuaciones que llevarán a cabo durante ese lapso temporal, tanto la sociedad afectada, como la opante.

⁴¹Periodo breve por la celeridad que exige el procedimiento.

⁴²BELANDO GARÍN, Beatriz. “Las ofertas públicas de adquisición de acciones” en JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, Antonio (Dir.). *Derecho de la regulación. Mercado de Valores*. Madrid: Iustel, 2009, pp.43.

I. Actuación de la Sociedad oferente: (Caracteres de la oferta):

a) Contraprestación y garantías de la OPA.

El RDOPAS titula su Capítulo IV “Contraprestación y Garantías de la Oferta”. Este capítulo viene a trasponer el art. 5 de la Directiva relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, denominado “Protección de los accionistas minoritarios, oferta obligatoria y precio equitativo”.

a.1) Contraprestación de la Oferta Pública de Adquisición.

Tal y como señala la Teoría General de Contratos, el precio es un elemento esencial de la contratación. Al encontrarnos ante un proceso de contratación, la contraprestación de las acciones afectadas por parte de la sociedad oferente, va a resultar trascendental para el éxito de la operación, esto es, para su aceptación por parte de los accionistas⁴³.

El RDOPAS se encarga de la regulación de esta materia, con la siguiente estructura: El art.14 recoge disposiciones generales relativas a la contraprestación y garantías de la oferta; el art.9 la exigencia de precio equitativo para el supuesto de OPAs obligatorias; mientras que el art.10 se refiere a la contraprestación en el caso particular de las OPAs de exclusión.

Siguiendo lo dispuesto en el art.14, procedemos a analizar las posibilidades que aparecen en cuanto a la forma de contraprestación de la oferta⁴⁴.

En el caso de que la operación se articule como una compraventa de valores, la contraprestación será en dinero⁴⁵. El apartado 5 del art.14 señala que el precio se expresará en euros con relación a cada acción de la sociedad afectada. Esta modalidad de contraprestación es sin duda la más utilizada, ya que rige en la oferta obligatoria y, como se ha mencionado anteriormente, el régimen de OPAs vigente en España se define por las notas de obligatoriedad y oferta a posteriori. En cuanto a la determinación de la cantidad en dinero, si bien la regulación anterior afirmaba que la fijación del precio era libre para los supuestos de OPA obligatoria, la normativa actual recoge la exigencia de ofrecer un “precio equitativo” por los valores afectados, aspecto que se analizará seguidamente. En el caso de ofertas voluntarias, el art.13.5 del RDOPAS mantiene la libertad del oferente en la fijación

⁴³SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit.

⁴⁴ Posibilidades ya presentes en el régimen anterior, en concreto en el art.10 del Real Decreto 1197/1991, aunque con ciertos matices.

⁴⁵O en signo que lo represente, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 1445 del Código Civil, regulador del contrato de compraventa.

del precio, mientras que de tratarse de una OPA de exclusión, habrá que acudir al art. 10, donde se establecen métodos para su cálculo.

Si la contrapartida de la oferta se establece en valores, estaremos ante lo que el RDOPAS denomina “permuta o canje de valores”. La norma exige que dichos títulos estén admitidos a cotización en el mercado secundario de algún Estado miembro de la UE, o si son de nueva emisión, “que su capital esté total o parcialmente admitido a negociación en alguno de dichos mercados y que el oferente adquiriera el compromiso expreso de solicitar la admisión a negociación de los nuevos valores”, tal y como recoge el art.14.2. Para supuestos que no encajen dentro de estas previsiones, dicho precepto obliga a que el oferente ofrezca al menos como alternativa, el pago en efectivo de la cantidad equivalente como mínimo al canje ofrecido.

Junto con la permuta o canje de valores no admitidos a cotización oficial, el art.14.2 del RDOPAS contiene otros supuestos⁴⁶ en los que la oferta deberá incluir, al menos como alternativa, el pago del precio en dinero. Siguiendo a Sánchez Calero⁴⁷, cabe precisar que la normativa no se refiere en este punto a que el oferente simplemente declare el valor en dinero de los títulos que presenta como contraprestación, sino a que de hecho los accionistas tengan la opción de ser remunerados en dinero.

En este contexto tiene especial relevancia hacer alusión al supuesto de OPA obligatoria, concretamente a la determinación del “precio equitativo” regulado en el art. 9 del RDOPAS. El punto de partida de esta exigencia lo situamos en el hecho de que una OPA es obligatoria cuando permite a su oferente alcanzar el control de la sociedad, de manera que, tal y como recoge la Directiva en su considerando noveno, el “precio equitativo” se configura como una medida de protección de los accionistas minoritarios.

No debe olvidarse, tal y como se ha mencionado previamente, que el art. 14.2 apartado c) del RDOPAS sostiene la OPA obligatoria como supuesto en el que es necesario ofrecer, al menos como alternativa, su contraprestación en dinero, de manera que implícitamente abre la posibilidad a que una OPA obligatoria se recompense en valores.

⁴⁶Letras a) y b) art.14.2 del RDOPAS: a) “Cuando el oferente o las personas con las que actúe concertadamente hayan adquirido en efectivo, en los doce meses previos al anuncio de la oferta, valores que confieran el 5 por ciento o más de los derechos de voto de la sociedad afectada”. b) “Cuando se trate de una oferta obligatoria cuando se alcanza el control, según lo dispuesto en el capítulo II”.

⁴⁷SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit.

En cuanto al significado del concepto “precio equitativo”, encontramos una primera referencia en el art. 130 del TRLMV⁴⁸, precepto en el que se remite su concreción a disposiciones reglamentarias.

Siguiendo este mandato, el art. 9 del RDOPAs establece en su apartado primero que “Las ofertas públicas de adquisición a que se refiere este Capítulo deberán efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta”. El fundamento de este criterio no es otro que “repartir entre los accionistas minoritarios la prima pagada por los titulares de la participación de control”⁴⁹. En este sentido, la imposición del “precio equitativo” en este tipo de operaciones debe entenderse como una consecuencia lógica del principio de igualdad informativa, que deriva de la igualdad de trato a la que se refiere el art.14 RDOPAS⁵⁰.

Cabe plantearse en este punto qué ocurriría en el caso de que el oferente no hubiese adquirido valores de la sociedad en un periodo de 12 meses inmediatamente anterior a la operación. El art. 9.3 RDOPAS resuelve la cuestión determinando que en ese caso, “el precio de adquisición no podrá ser inferior al calculado conforme a las reglas de valoración del art. 10 del RDOPAS”⁵¹

En la determinación del precio equitativo no hay que olvidar el papel que puede desempeñar la CNMV, ya que el propio art. 9.4 RDOPAS prevé la posibilidad de que dicho organismo modifique el precio de la operación, siempre que se dé alguna de las circunstancias que menciona. Esta previsión da respuesta a la postura que se fijó en la propia Directiva, en cuanto a permitir a los organismos modular el precio de las operaciones en determinadas circunstancias, con objeto de que no se viesan frustradas⁵²

a.2) Opa competidora.

La contraprestación ofrecida a la operación podrá ser mejorada, por el propio oferente, modificando su propuesta en cualquier momento anterior a los últimos 5 días naturales del

⁴⁸ “Se entenderá que el precio es equitativo cuando, como mínimo, sea igual al precio más elevado que haya pagado el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante un período de tiempo anterior a la oferta determinado reglamentariamente y en los términos que se establezcan”.

⁴⁹SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit., pp. 295 y 296.

⁵⁰JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit.

⁵¹ Previstas para los supuestos de OPA de exclusión.

⁵²Véase considerando 9 de la Directiva 2004/25/CE

plazo de aceptación, (art. 31 RDOPAS), o por otros sujetos, presentando una oferta pública de adquisición sobre esos mismos valores en el citado plazo. En este último caso estaremos ante lo que se conoce como ofertas competidoras, cuestión regulada en el Capítulo IX del RDOPAS (arts. 40 y ss.). La presentación de una OPA competidora no sólo es posible, sino que además es deseable para los accionistas de la sociedad afectada⁵³, al tratarse de un aumento del precio o valor de la contraprestación ofrecida por el oferente inicial (en dinero o en valores), o de una ampliación del número de valores a los que se destina.

Toda oferta competidora deberá ser autorizada por la CNMV según lo previsto en el art. 41 del RDOPAS y cumplir una serie de requisitos ya apuntados en cuanto a plazo de presentación, objeto y mejora de la oferta precedente⁵⁴. En caso de no tratarse de ofertas obligatorias, la efectividad podrá condicionarse a su aceptación por un porcentaje de capital superior al de cualquiera de las precedentes, o a cualquier otra circunstancia (art. 42.2 del RDOPAS), y será posible desistir de la oferta. Una vez obtenida la autorización por la CNMV, el art. 45.1 del RDOPAS permite a los oferentes de las anteriores renunciar a ellas⁵⁵, o modificarlas, en definitiva, mejorar sus condiciones (siempre que no se haya publicado previamente el anuncio de una nueva oferta competidora), antes del quinto día hábil desde la terminación del plazo para la presentación de ofertas competidoras. Es en ese momento cuando, de acuerdo con el art. 45.3 del RDOPAS, los oferentes que no hayan desistido de su oferta, presentarán ante la CNMV un sobre cerrado con su última mejora o con su decisión de no mejorarla. La autoridad supervisora publicará las condiciones finales en su web, dándose entonces una nueva oportunidad de mejora al oferente inicial, si cumple con los requisitos previstos en el art. 45.6 del RDOPAS.

En cuanto a la aceptación de las ofertas competidoras, el plazo para hacerlo será de 30 días naturales a partir del día siguiente al de publicación del primer anuncio al que se refiere el art. 22 (publicación de la oferta por el oferente). La presentación de una OPA competidora modificará el plazo de aceptación de las ofertas precedentes de manera que todas finalicen el mismo día (art. 44 del RDOPAS). Nos adelantamos en este momento a lo que se expondrá en relación a la aceptación de las OPAs, ya que en este caso aparece la posibilidad de aceptaciones múltiples, esto es, los titulares de los valores afectados podrán aceptar dos o más ofertas, indicando el orden de preferencia y haciendo llegar la misma a los

⁵³BROSETA PONT, Manuel. op.cit.

⁵⁴Aspectos regulados en el art. 42 del RDOPAS.

⁵⁵En caso de que fuesen ofertas obligatorias únicamente en los términos del art. 33.2 del RDOPAS.

competidores (art. 34.4 del RDOPAS). El procedimiento de escrutinio de las aceptaciones múltiples se rige por las reglas contenidas en el art. 43 del RDOPAS⁵⁶.

Las aceptaciones múltiples pueden dar lugar a diversas situaciones⁵⁷: Por un lado, en el caso de que habiendo varias ofertas, sólo una de ellas alcance un resultado positivo, los accionistas que la hubieran aceptado traspasarán sus acciones, mientras que aquellos que únicamente aceptasen una oferta saldada con resultado negativo, dispondrán de sus valores pero no podrán venderlos al oferente, ya que el plazo de aceptación habría concluido. Por otro lado, en el supuesto más habitual de aceptación total en varias ofertas competidoras, si la situada como primera opción tuvo un resultado negativo, las acciones se desplazarán a la oferta que, habiendo sido aceptada, haya alcanzado un resultado positivo.

a.3) Garantías de la Oferta Pública de Adquisición.

Los arts. 133 del TRLMV y 15 del RDOPAS se refieren a las garantías exigidas este tipo de operaciones, cuya admisión a trámite por parte de la CNMV queda condicionada, entre otros requisitos, a que se presente la documentación acreditativa de su constitución (art. 17.4 del RDOPAS).

Su finalidad no es otra que asegurar el cumplimiento de las obligaciones que derivan de la oferta, esto es, el pago de la contraprestación a los accionistas de la sociedad afectada. Una vez cumplidas dichas obligaciones, liquidada la operación, la CNMV autorizará su alzamiento.

Resulta interesante la aportación de Gómez-Sancha Trueba⁵⁸, al entender la prestación de garantía como una “obligación dinámica”, en el sentido que debe respaldar el cumplimiento de la totalidad de las obligaciones del oferente durante el transcurso de la operación. De esta manera, si durante la vigencia de la oferta se viesen modificadas, por ejemplo por la presentación de una OPA competidora, la garantía deberá ajustarse a esa nueva situación, esto es, deberán presentarse garantías que complementen la inicial.

Dentro de las modalidades de garantía de una OPA es preciso distinguir dos supuestos atendiendo a la forma de contraprestación de la oferta:

⁵⁶“Las aceptaciones se atribuirán inicialmente a las ofertas que constituyan la primera preferencia de cada aceptante”. Las aceptaciones de las ofertas que sean retiradas o queden sin efecto por las causas previstas en el RDOPAS, se atribuirán a las siguientes ofertas en orden de preferencia”.

⁵⁷JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. op.cit.

⁵⁸ GÓMEZ-SANCHA TRUEBA, Ignacio. “Comentarios a los artículos 34 a 39” en GARCÍA DE ENTERRÍA J.; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J. (Coords.) *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio*. Madrid: Ed. Civitas, 2009, pp. 763 a 802

En el caso de operaciones con contraprestación (total o parcial) en dinero, el art. 15.2 del RDOPAS dispone que el oferente podrá optar por presentar ante la CNMV un aval de una entidad de crédito que garantice el pago de la totalidad de la contraprestación (el importe máximo de la OPA), o por adjuntar la documentación acreditativa de un depósito de dicha cuantía en una entidad de crédito. En este último caso, deberá estar disponible para el pago de la totalidad de la cantidad a la que ascienda la contraprestación.

En la práctica totalidad de los casos se ofrece como garantía un aval de una entidad de crédito, (que debido a la envergadura de la operación suele ser un pull o holding de bancos), ya que cuenta con la ventaja de no suponer un desembolso ni una inmovilización de tal cantidad de efectivo⁵⁹.

De tratarse de una OPA con contraprestación en valores, el art. 15.3 del RDOPAS exige que se justifique en ese caso su disponibilidad y afectación al resultado de la operación, lo que se hará mediante un certificado de legitimación. En el supuesto de que la contraprestación consista en valores a emitir por la sociedad oferente, el citado precepto recoge que los administradores deberán “actuar de modo no contradictorio con la decisión de formular la oferta”, de manera que, “si la CNMV apreciara un insuficiente grado de seriedad en la formulación de la oferta”⁶⁰ podrá exigir algún tipo de garantía para asegurar los perjuicios que supondría no efectuar dicha emisión.

b) Sometimiento de la OPA a una condición.

El legislador decidió incorporar esta cuestión a la norma reglamentaria tras las críticas de la doctrina⁶¹ frente a la postura de la CNMV, contraria a la posibilidad de someter una OPA a una determinada condición.

El ordenamiento vigente se refiere a este asunto en el art. 30.2 del RDOPAS, distinguiendo entre OPAs obligatorias y OPAs voluntarias. Las primeras, debido precisamente a su obligatoriedad, “no podrán estar sometidas a condición alguna”, salvo lo dispuesto en el

⁵⁹CARVAJAL, J.; FERNÁNDEZ-RADAÑA, C. “Contraprestación y garantías de la oferta” en JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit., pp. 313.

⁶⁰ Esta expresión ha sido muy criticada por la doctrina debido a su indefinición jurídica, ya que de hecho permite actuar a la CNMV con un amplio margen de discrecionalidad. Véase CARVAJAL, J.; FERNÁNDEZ-RADAÑA, C. “Contraprestación y garantías de la oferta” en JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit., pp.315.

⁶¹Alertaron de que la CNMV estaba cometiendo el error de confundir irrevocabilidad con sometimiento de la oferta a una condición, siendo todas las ofertas irrevocables pero no incondicionales. En este sentido puede consultarse: GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. “¿Cabe formular una OPA bajo una condición?”. *La Ley Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, núm. 4, 2000, pp. 2691 y ss.

art.26 de la misma norma⁶². Sin embargo, las ofertas voluntarias sí podrán someterse a condición, siguiendo las previsiones de los arts. 13 y 26 del RDOPAS. El art.13.2 contiene una lista de supuestos en los que se da cabida a la condicionalidad de la oferta voluntaria, así como una cláusula abierta en la letra d), donde se establece que podrán ser sometidas a cualquier otra condición “que sea considerada conforme a Derecho por la CNMV”, atribuyéndole así a este organismo una “función calificador sobre la legalidad de las condiciones”⁶³.

c) Irrevocabilidad de la oferta:

Siguiendo lo previsto por la Directiva de OPAs, el art.30 del RDOPAS anuncia la irrevocabilidad de las ofertas públicas de adquisición, desde el momento de su anuncio, (aspecto que se precisará a continuación), “sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y forma previstos en este Real Decreto”. Tal y como puntualiza Sánchez Calero⁶⁴, el momento del anuncio de la oferta no coincide con el de su emisión, debido a que el anuncio es una mera declaración de la intención de formular una OPA, en la que se informa de sus líneas generales, mientras que la emisión se identifica con la aprobación del folleto explicativo de la oferta por parte de la CNMV, lo que conduce a su publicidad y a la apertura del periodo de aceptación. Este autor considera que el motivo por el cual el legislador decide adelantar el momento de la irrevocabilidad de la oferta pueda ser procedimental, pretendiéndose que al estar sometida desde ese momento a las previsiones del RDOPAS, se proteja así la seguridad de la operación.

Esta previsión normativa resulta a su juicio un tanto exagerada, ya que la oferta es irrevocable incluso antes de existir, constituyendo una excepción a la normativa general de contratos.

El RDOPAS recoge en su art. 33 supuestos de desistimiento de la oferta. Éstos no pueden identificarse con causas de revocación de la misma, ya que surgen al margen de la voluntad del oferente, (como puede ser el caso de presentación de una OPA competidora que

⁶²En dicho precepto se permite condicionar la oferta que pueda dar lugar a un supuesto de concentración económica, a “la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia”.

⁶³SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit., pp. 285.

⁶⁴SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit

provoque el desistimiento del oferente precedente), mientras que la revocación responde únicamente a la voluntad del que ha lanzado la oferta⁶⁵.

II. Actuación de la sociedad afectada:

a) Deber de pasividad de los administradores:

a.1) Primera aproximación al deber de pasividad.

La cuestión de la “passivity rule”, (terminología inglesa con la que se alude al deber de pasividad de los administradores), ha estado tradicionalmente presente entre las preocupaciones del legislador, ya que toda operación de estas características encierra un conflicto de intereses. Se trata de evitar con esta imposición que los administradores se vean tentados por la posibilidad de frustrar la oferta, si consideran que su posición al frente de la sociedad corre peligro, (especialmente en caso de OPAs hostiles), lo que impediría al oferente alcanzar el control de la misma, (si se trata de OPAs obligatorias), y a los accionistas participar en la llamada “prima de control”⁶⁶.

De manera que, el interés que la Directiva y la propia normativa nacional tratan de proteger en este supuesto, es el de los accionistas, ya que, tal y como reconoce el art.3 de la norma comunitaria, la igualdad de trato y la tutela de los accionistas son principios generales que deben ser respetados en esta operación.

a.2) Principales aspectos de la prohibición:

El régimen español recoge una primera alusión al deber de pasividad de los administradores en el art. 134 del TRLMV, bajo la rúbrica “Obligaciones de los órganos de administración y dirección”, dejando su concreción al art. 28.1 RDOPAs, donde se configura en términos similares a los previstos en la Directiva.

Del análisis del citado art. 28.1 del RDOPAs podemos determinar las notas básicas del régimen del deber de pasividad en nuestro ordenamiento:

Clasificación de las medidas defensivas adoptadas por la sociedad afectada:

Este tipo de decisiones pueden ser de distinta naturaleza, pudiendo ser clasificadas atendiendo a diversos criterios. Sin embargo, parece oportuno limitarse a la distinción

⁶⁵SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit

⁶⁶En definitiva, beneficiarse de la obtención de un precio más elevado por sus acciones que la cotización actual de las mismas. SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit

relativa al momento en el que las medidas sean acordadas, ya que es la que de hecho maneja la normativa. Se diferencia por tanto entre las decisiones adoptadas antes del anuncio público de la oferta, medidas “preventivas” o “previas” a la OPA, y aquellas que se acogen en el lapso temporal que transcurre desde el anuncio hasta la publicación del resultado de la oferta, denominadas “sucesivas” o “prácticas defensivas”⁶⁷.

Medidas preventivas y la opción de su neutralización:

Se concretan generalmente en acuerdos parasociales y cláusulas estatutarias dirigidas a dificultar el ejercicio de los derechos políticos asociados a valores potencialmente objeto de una OPA, limitando los derechos de voto y/o a la transmisibilidad de los valores, restringiendo el acceso a los órganos directivos etc. Ante esta situación, el art. 29 del RDOPAS, bajo el título “Régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas públicas de adquisición”, concede a los accionistas de la sociedad afectada la posibilidad de “neutralizar” las medidas adoptadas con anterioridad al anuncio público de la oferta, mediando decisión de la Junta General de Accionistas de la sociedad cotizada⁶⁸. Las posibilidades de neutralización se concretan en la capacidad para acordar, durante el plazo de aceptación de la oferta, “la ineficacia de las restricciones a la transmisibilidad de valores prevista en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad”, así como “de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos y pactos parasociales referidos a dicha sociedad”. En la letra c) del art. 29 del RDOPAS se dispone que la Junta General puede determinar la ineficacia de dichas restricciones, cuando como consecuencia de una OPA, “el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75 por ciento del capital que confiera derechos de voto”⁶⁹. Especial importancia presenta la referencia en este punto al art. 527 de la LSC, donde se recoge que cuando el resultado de una OPA haya sido la obtención de un porcentaje igual o superior al 70% del capital que confiera derechos de voto, quedarán sin efecto las cláusulas de limitación de derechos de voto a emitir por un mismo accionista.

⁶⁷El conocido como “Informe Winter” distinguía entre medidas “pre OPA” y medidas “post-OPA” según se acordasen antes o después del anuncio de la oferta.

⁶⁸Cumpléndose las previsiones del art. 103 del TRLSA, entre las que figura la exigencia de la posterior comunicación de la decisión a la CNMV.

⁶⁹La norma se refiere aquí al supuesto en el que el oferente, una vez liquidada la OPA, controle al menos el 75% del capital con derecho a voto, computándose las acciones que pudiera poseer con anterioridad a la operación, ya que en otro caso esta previsión no podría aplicarse cuando el oferente contase previamente con el 25% del capital con derecho a voto. DÍAZ MORENO, Alberto. “La neutralización de las medidas de defensa anti-opa” en JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit., pp.538

Medidas sucesivas o prácticas defensivas:

Suscita si cabe mayor interés el estudio de las conocidas como medidas “sucesivas”, ya que el mencionado conflicto de intereses tendrá generalmente mayor entidad una vez anunciada la oferta, de manera que a partir de este momento limitaremos el objeto de análisis a estas decisiones.

En cuanto al contenido de la prohibición, siguiendo a Sánchez Calero⁷⁰, el deber de pasividad de los administradores se articula como una “pasividad relativa”, ya que únicamente afecta a las actuaciones que puedan llevar a cabo los administradores para perjudicar el desarrollo de la operación, de manera que no implica una interrupción de la actividad normal de la sociedad.

Cabe no obstante matizar que el TRLMV y el RDOPAS han ampliado la limitación a las decisiones que puedan tomar las sociedades del grupo al que pertenezca la sociedad afectada, los órganos delegados o apoderados de la administración y dirección, así como a las personas que actúen de forma concertada con las anteriores. Sin embargo, la posible autorización por parte de la Junta General, a la que seguidamente nos referiremos, parece que, de acuerdo con el mencionado autor, tendrá únicamente efectos directos en los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada, y no en el resto de sujetos, que en definitiva son ajenos a la sociedad.

La solución al conflicto de intereses que contiene la normativa de OPAs se articula de la siguiente manera:

Por un lado, desde el momento de publicación de la oferta, el órgano de administración deberá abstenerse de adoptar medidas que puedan dificultar o impedir el éxito de la operación sin contar con la preceptiva autorización de los accionistas, (cuyo interés prevalece), reunidos en Junta General. Particularmente, el art. 28.1 del RDOPAS recoge un listado de actuaciones afectadas por la limitación⁷¹.

⁷⁰SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit.

⁷¹De manera que los mencionados sujetos no podrán: a) “Acordar ni iniciar ninguna emisión de valores que pueda impedir el éxito de la oferta”. En este caso se evidencia que la limitación cobra únicamente sentido respecto al órgano de administración, ya que el resto de sujetos alcanzados por la misma no tienen competencia en este ámbito. Sin embargo, sí es posible que el órgano de administración pida autorización a la Junta General para que acuerde una emisión de valores, aspecto que se abordará al referirnos al informe del órgano de administración de la sociedad afectada. b) “Efectuar o promover, directa o indirectamente, cuando pueda impedir el éxito de la oferta, operaciones sobre los valores a los que afecte o sobre otros, incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores”. c) “Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la

Seguidamente, el apartado 3 de este precepto delimita de forma negativa el deber de pasividad del órgano de administración, aclarando que no estará sujeta a la limitación “la búsqueda de ofertas competidoras”, así como tampoco “las actuaciones u operaciones que, con posterioridad al anuncio de presentación de la oferta, sean autorizadas de forma expresa por la Junta General de Accionistas según lo dispuesto en el art. 103 TRLSA”.

Por otro lado, la Junta General consultará al órgano de administración sobre el alcance de la operación y su posible incidencia en el conjunto de la sociedad afectada, manifestándose éste a través de la redacción de un informe en el que se detallarán dichas cuestiones, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 24 del RDOPAS.

Es preciso diferenciar este informe general del que encontramos en el apartado 4 del art. 28 RDOPAS. Este precepto se refiere al informe “especial”⁷² remitido por el órgano de administración a la junta de accionistas, con la intención de que autorice las intervenciones que proponen, las cuales se encuentran bajo la prohibición del deber de pasividad, al tratar de dificultar o impedir el éxito de la operación, como puede ser por ejemplo, la emisión de valores.

III. Actuación de los accionistas de la sociedad afectada: Aceptación de la oferta.

a) Aspectos preliminares.

Los accionistas de la sociedad afectada por la operación van a constituir la pieza angular en el desarrollo de una OPA, ya que el resultado de la misma dependerá precisamente de su respuesta a la oferta de contrato.

Tal y como se ha expuesto anteriormente, una vez obtenida la preceptiva autorización por parte de la CNMV, el oferente publicará la oferta, abriéndose así el plazo para su aceptación por los destinatarios de la misma, titulares de acciones y valores de la sociedad afectada que de forma directa o indirecta concedan derechos de voto.

Se considera que la aceptación no es otra cosa que el “acto simétrico”⁷³ a la oferta de contrato que constituye la OPA.

oferta”. d) “Repartir dividendos extraordinarios o remunerar de cualquier otra forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos a los accionistas o titulares de otros valores de la sociedad afectada, salvo que los correspondientes acuerdos societarios hubieran sido aprobados con carácter previo por el órgano social competente y hechos públicos”.

⁷²SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *op.cit.*, pp. 404

⁷³DEL CAÑO PALOP, José Ramón. “Aceptación y liquidación de la OPA” en JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) *op.cit.*, pp. 401.

Al tratarse de una oferta de contrato, la aceptación por parte de sus destinatarios determinará la perfección del mismo, sin requerirse ningún otro trámite o manifestación. De manera que, siguiendo a Sánchez Calero⁷⁴, “la aceptación en este ámbito se configura como una declaración de voluntad de carácter receptivo”, ya que a través de ella el destinatario de la oferta expresa su conformidad con el contenido que le ha sido remitido, al tiempo que comunica al oferente su predisposición para celebrar la compraventa bursátil en dichos términos y condiciones.

b) Régimen particular de aceptación de la oferta.

El sistema de aceptación en el marco de las OPAs presenta una serie de singularidades respecto al régimen general previsto para la contratación. El origen de dichas especialidades se encuentra fundamentalmente en la propia configuración de la operación, (la cual puede verse afectada por cambios de circunstancias o por la aparición de ofertas competidoras), y en la existencia de principios, (como el de preservar la igualdad de trato de sus destinatarios), que informan el desarrollo del proceso.

Las notas más características de este régimen se refieren a los siguientes aspectos:

Sujetos intervinientes:

Encontramos en una primera posición a los aceptantes, a los que habiéndonos referido previamente, nos limitamos a indicar que serán los titulares de los valores con derecho a voto de la sociedad afectada. Sin embargo, en el trámite de aceptación también participan otros sujetos, concretamente: Miembros de los mercados secundarios de valores, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores, y la CNMV, cada uno de ellos con un cometido diferente que se analizará al abordar los aspectos formales.

Objeto de la aceptación:

Se refiere a los valores de la sociedad potencialmente opada a los que se dirige la operación, que en el supuesto de OPAs de carácter obligatorio, serán la totalidad de los que contengan derecho a voto. No obstante, es perfectamente posible que el destinatario de la oferta opte por una aceptación parcial de la misma, es decir, referida únicamente a una parte de los valores poseídos, así como por aceptaciones consecutivas⁷⁵, esto es, que acepte la OPA en más de una ocasión, (con el límite de la totalidad de valores con derecho a voto que posea).

⁷⁴SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit., pp. 506.

⁷⁵JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit.

Cabe matizar en este punto que, a pesar de que el art. 3.1 del RDOPAS establece que la OPA obligatoria deberá formularse por la totalidad de los valores, y dirigirse a la totalidad de sus titulares, habitualmente los folletos de OPAs exigirán que los valores estén libres de restricciones de todo tipo, extremo que se podrá comprobar en la parte práctica de este estudio.

Aspectos formales:

La declaración de aceptación de la oferta será expresa e incondicionada, y deberá responder únicamente a las previsiones contenidas en el art. 34 del RDOPAS. En dicho precepto se indica que “las declaraciones deberán realizarse de acuerdo con lo señalado en el folleto”. El hecho de el folleto recoja las formalidades demandadas posibilita la “uniformidad de las aceptaciones”⁷⁶, sirviendo asimismo para reforzar la igualdad de trato de los destinatarios. En los folletos habitualmente se prevé que la declaración se realice por escrito y acompañada de los documentos acreditativos de la titularidad de esos valores.

En cuanto a su contenido mínimo en relación al procedimiento de aceptación y liquidación, el Anexo del RDOPAS exige, entre otras cosas, que “figuren las entidades o intermediarios financieros que actúen por cuenta del oferente en el procedimiento de aceptación y liquidación”.

Desarrollo del procedimiento de aceptación:

El destinatario de la oferta no va a realizar directamente la declaración formal de aceptación, sino que, al tratarse de una operación bursátil, lo hará por medio de un miembro de los mercados secundarios de valores, (empresas de servicios de inversión y entidades de crédito), que se encargará de su representación, y por tanto de formalizar la aceptación ante el intermediario financiero que actúe por cuenta del oferente. El art. 34.2 del RDOPAS impone a los miembros del mercado que intervengan en la operación o a las entidades que actúen por cuenta del oferente, (lo que ocurre en la práctica), la obligación de comunicar diariamente a las sociedades rectoras de la bolsa donde estén admitidos a negociación los valores afectados, y al oferente, las declaraciones de aceptación recibidas. Estas informaciones serán remitidas a la CNMV.

La formalización de la aceptación de la OPA tiene como consecuencia inmediata para el accionista de la sociedad afectada el bloqueo de los valores por los cuales ha aceptado la

⁷⁶SÁNCHEZ CALERO, Fernando. op.cit., pp 533

operación, bloqueo que (normalmente) se mantendrá hasta que se proclame el resultado de la operación. Siguiendo a Juste Mencía y Recalde Castells⁷⁷, cabe apuntar que esta situación no supone una alteración de la titularidad de los valores, pero sí afecta a su disponibilidad, lo que no impide que el accionista, durante ese lapso temporal, reciba dividendos por esos valores, y mantenga el voto en Junta General. Reviste especial importancia mencionar en este punto la novedad introducida por el vigente RDOPAS en su art. 34.3, en cuanto a la posibilidad de revocación de la aceptación durante el período en el que los valores están “bloqueados”, antes del último día del plazo previsto para la aceptación. En caso de producirse la revocación, se alzaría el bloqueo de dichos valores. Parece que el cambio en la postura del legislador responde por un lado a que la aceptación no determina la perfección del contrato, lo que únicamente sucederá cuando se proclame el resultado positivo de la oferta, y por otro, a la experiencia de situaciones en las que la regla de la irrevocabilidad había supuesto graves perjuicios para los accionistas⁷⁸.

Por último, cabe hacer referencia a la especial situación que se produciría en caso de que el oferente modificase su oferta durante el plazo de aceptación de la misma. La doctrina general⁷⁹ sostuvo que las aceptaciones podrían ya no ser vinculantes en este caso. Sin embargo, partiendo del art. 31.1 del RDOPAS, donde únicamente se permiten modificaciones de la oferta que supongan un trato más favorable para los destinatarios, el apartado séptimo de ese mismo precepto termina por solventar la cuestión afirmando que “salvo declaración expresa en contrario, se entenderá que los destinatarios de la oferta que la hubieran aceptado con anterioridad a su modificación se adhieren a la oferta revisada”, de manera que aquel que inicialmente manifestó su aceptación, se entiende, sin necesidad de nuevo pronunciamiento, que acepta una contraprestación mejorada de la inicial.

c) Tercera fase: Resultado de la OPA. Publicación del resultado. Liquidación. Compraventa forzosa de acciones.

I. Publicación del resultado de la oferta.

Una vez finalizado el plazo de aceptación de la oferta, el art. 36.1 del RDOPAS señala que “las Sociedades Rectoras, o en su caso, las entidades que actúen por cuenta del oferente [supuesto más habitual], comunicarán a la CNMV” el resultado de la OPA, en definitiva,

⁷⁷JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit.

⁷⁸Lo de hecho ocurrió con las OPAS lanzadas sobre Endesa, (analizadas en la parte práctica de este estudio), como consecuencia de la suspensión judicial de la OPA de Gas Natural, y la posterior presentación de ofertas competidoras.

⁷⁹JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit.

“el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas”. Será entonces cuando dicho organismo revise la totalidad de aceptaciones, y constate si se ha alcanzado el número mínimo de acciones al que se supeditaba el éxito de la operación, o en caso de tratarse de una OPA voluntaria, el cumplimiento de las condiciones a las que se hubiese sometido con arreglo al art. 13.2 del RDOPAS⁸⁰.

A la vista de las conclusiones a las que haya llegado en su revisión, el apartado 2 del art.36 RDOPAS dispone que la CNMV comunicará “a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que estén admitidos a negociación los valores y, en su caso, a la Sociedad de Bolsas, al oferente y a la sociedad afectada el resultado positivo o negativo”, en el plazo de dos días hábiles. Llegado ese momento, las Sociedades Rectoras de Bolsas procederán a la publicación del resultado “en el Boletín de Cotización correspondiente a la sesión bursátil en la que reciban la comunicación”.

Una vez ahí, el ulterior desarrollo del proceso dependerá del concreto desenlace de la operación. En el supuesto de que no se haya alcanzado el número mínimo de valores al que se sometía el éxito de la oferta, o no se hayan cumplido las condiciones fijadas con arreglo al art. 13.2 del RDOPAS, la oferta quedará sin efecto, de manera que se procederá al alzamiento de la situación de “bloqueo” de los valores afectados, la devolución a los aceptantes de los documentos acreditativos de su titularidad, y al abono por parte del oferente del conjunto de gastos ocasionados. Por el contrario, en caso de que el resultado de la operación sea positivo, dará comienzo la liquidación de la oferta en los términos expuestos a continuación.

II. Liquidación de la oferta.

Entramos en este punto en el análisis de la fase final de “la vida de una OPA” correspondiente a la liquidación o ejecución de la oferta, a la que se refiere el art. 37 del RDOPAS. La liquidación se concreta en el cumplimiento de las recíprocas obligaciones de las partes del contrato, de manera que en ese momento, el destinatario procederá a la entrega de los valores por los que aceptó la operación, y el oferente al abono de la contraprestación en los términos y condiciones que figuraban en el folleto de la oferta. En efecto, el procedimiento de liquidación, en el que interviene Iberclear, viene determinado precisamente por la forma de remuneración de la oferta:

⁸⁰Tal y como se hizo referencia anteriormente, las OPAS obligatorias no pueden condicionarse (art. 30.2 del RDOPAS).

De ser en efectivo, estaremos ante una compraventa bursátil cuya liquidación, de acuerdo con el art. 37.1 del RDOPAS, se efectuará siguiendo el procedimiento establecido por Iberclear, identificándose la fecha de la operación (fecha de contratación) con la de la sesión a la que se refiera el Boletín de Cotización en el momento de publicación del resultado de la oferta. Sin embargo, siguiendo a Juste Mencía y Recalde Castells⁸¹, en este supuesto, que en realidad se configura como una operación ordinaria de mercado, en la práctica se seguirán los trámites del procedimiento ordinario, cuyo plazo es el generalmente establecido, esto es, la liquidación tendrá lugar el tercer día hábil posterior a la contratación (“D+3”). El procedimiento de liquidación, en el que no nos detendremos más allá de sus líneas generales, será intermediado por la entidad agente que actúe por cuenta del oferente.

En el supuesto de que la contraprestación consista total o parcialmente en valores, el art. 37 del RDOPAS se remite a lo dispuesto al respecto por el folleto. Sin embargo, dentro de esta modalidad cabe distinguir dos hipótesis:

Cuando la operación se configure como una permuta o canje de valores en sentido estricto, esto es, en caso de que la contraprestación se materialice en títulos preexistentes a la operación, (del propio oferente o de un tercero), la liquidación consistirá en el cambio de titularidad de los valores ofrecidos a favor de los aceptantes, y de los valores afectados por la operación a favor del sujeto opante. El trámite será articulado por la entidad agente que actúe por cuenta del oferente y contará con la intervención de Iberclear.

De tratarse de una operación con suscripción de valores nuevos, es decir, cuando la contraprestación se concrete en títulos a emitir por el oferente, el trámite reviste mayores complicaciones: Deberá articularse un aumento de capital en la sociedad oferente, (sujeto a los requisitos exigidos por el TRLSA), al tiempo que un cambio en la titularidad de una serie de valores de la sociedad afectada. En este caso es también trascendental la participación de Iberclear y de sus entidades participantes.

Finalmente, una vez liquidada la operación, el art. 37.3 del RDOPAS prevé la autorización por parte de la CNMV del levantamiento de las garantías que fueron otorgadas por el oferente, ya que la liquidación, con el abono de la contraprestación que figuraba en el folleto, ha supuesto la extinción de la obligación principal garantizada. El citado precepto recoge la posibilidad de “acordarse reducciones parciales de la garantía, en cuanto no perjudiquen al proceso de liquidación pendiente”, previsión pensada para supuestos

⁸¹JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. op.cit.

específicos en los que no se haya procedido a la liquidación total de la OPA, con objeto de aligerar la “carga financiera que implica el mantenimiento de la garantía”⁸²

III. Compraventa forzosa de valores, (squeeze-out/sell-out).

La cuestión de la compraventa forzosa de valores se incorporó al ordenamiento español por influencia de la Directiva de OPAS, donde se dio finalmente cabida a este asunto en los arts. 15 y 16. En la actualidad, el art.136 del TRLMV contiene una primera referencia a las compraventas forzosas, cuyo desarrollo se encuentra previsto en el capítulo X del RDOPAS, (arts. 47 y 48).

Esta posibilidad aparece una vez que la operación, dirigida a la totalidad de los valores, haya alcanzado un resultado positivo que cumpla con las siguientes condiciones, (art. 47 del RDOPAS): “Que el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90 por 100 del capital con derecho de voto de la sociedad afectada, y que “la oferta pública previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 por 100 de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido”.

Tras la liquidación de la oferta, el oferente, concurriendo dichas circunstancias y habiendo hecho constar en el folleto su intención de exigir la venta forzosa (art. 48. 2 del RDOPAS), podrá exigir a aquellos destinatarios que decidieron no concurrir a la misma la venta forzosa de las acciones que mantienen, a un precio equitativo (que de acuerdo con el art. 47.3 del RDOPAS, coincidirá con el correspondiente al fijado como contraprestación de la operación). De esta manera, contar con la posibilidad de ejercer su derecho a la compra obligatoria, (“squeeze-out”), le permitirá “deshacerse” de la minoría contraria a la operación⁸³, que pudiera resultar incómoda para el desarrollo de sus expectativas en la sociedad. Como contrapartida, el RDOPAS concede a esa minoría el derecho a vender (“sell-out”) dichos valores al oferente, teniendo éste la obligación de comprarlos al mismo precio equitativo.

En cuanto al procedimiento previsto en el art. 48 del RDOPAS, el plazo máximo para exigir la venta o compra forzosa será de tres meses a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación, y la contraprestación será preferentemente en efectivo. En cuanto

⁸²DEL CAÑO PALOP, José Ramón. “Aceptación y liquidación de la OPA” en JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit., pp. 421.

⁸³FARRANDO MIGUEL, Ignacio. “Los indicadores de la adquisición del control y el deber de formular una OPA obligatoria” en JUSTE MENCÍA, J.; RECALDE CASTELLS, A. (Coords.) op.cit., pp. 65

a los gastos, los derivados de una “squeeze-out” serán por cuenta del oferente, mientras que en el caso de “sell-out” serán a cargo de los accionistas que conformen dicha minoría.

2.3. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES EN LA REALIDAD ESPAÑOLA

2.3.1. Introducción a la parte práctica

En esta segunda parte del estudio, una vez analizado el régimen legal de este tipo de operaciones societarias, se abordará la realidad del mercado español de OPAS a través del examen de tres de las que a nuestro juicio resultan más relevantes. En este sentido, justificaremos en un primer momento dicha elección, para posteriormente estudiar las particularidades de cada una de ellas. Finalmente, se establecerá una comparativa entre determinados aspectos de las ofertas analizadas.

2.3.2. Análisis de tres de las OPAs más significativas lanzadas en España

2.3.2.1. Justificación de su elección

Las ofertas seleccionadas corresponden a distintas etapas normativas en la regulación de las OPAS en España, lo que permitirá comprobar cómo la evolución de la legislación afecta al lanzamiento de una oferta, así como a su posterior desarrollo y resultado.

En efecto, la OPA del Banco de Bilbao sobre Banesto se formuló en una etapa prematura, año 1987, cuando estas operaciones únicamente contaban con el apoyo normativo del RD 279/1984. En ese momento, ni siquiera existía la CNMV, ni por supuesto los medios informáticos de los que se dispondrá posteriormente, lo que de hecho ha dificultado el acceso a la información de la oferta. La “normalización en el desarrollo de estas operaciones”⁸⁴ en España, tendrá lugar en la etapa comprendida entre 1991 y 2002, cuando bajo la cobertura del RD 1197/1991, se lanzaron 142 ofertas⁸⁵. Un segundo periodo se corresponde con el lapso temporal transcurrido entre 2003 y 2007. El punto de partida de esta fase lo marca la importante reforma del RD 1197/1991 acometida en el año 2003, y a

⁸⁴ PALACÍN SÁNCHEZ, María José. María José. “Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-2002)” [en línea]. pp.73 *Revista de Bolsa de Madrid. No. 127(2004)*. <<http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2004/02/p72-80.pdf>> [Consulta: 27 marzo 2016]

⁸⁵ Datos obtenidos del registro de la CNMV. Esta cifra únicamente tiene en cuenta aquellas en las que el objetivo era la toma de control de la sociedad opada, esto es, deja a un lado las OPAS lanzadas sobre las propias acciones.

esta etapa pertenece asimismo la aprobación, en el seno de la UE, de la Directiva de OPAS en el año 2004. En ese tiempo la CNMV autorizó 72 OPAS⁸⁶, entre las cuales encontramos las controvertidas OPAS sobre Endesa, a cuyo examen dedicaremos especial atención. La transposición de la norma comunitaria en el año 2007, a través del RD 1066/2007 supuso el comienzo de una última fase en la historia del mercado de OPAS español. El número de OPAS presentadas y autorizadas por la CNMV desde ese momento ha sido de 44, cifra mucho menor que la registrada en el periodo anterior, lo que refleja los efectos de un contexto de condiciones económicas adversas en este tipo de operaciones societarias. La recuperación en el ámbito de OPAS comenzó a ser visible en el año 2015, año en el que se lanzaron 9 ofertas⁸⁷, siendo la más importante la Jazztel sobre Orange, operación que analizaremos en líneas posteriores. En el presente 2016, únicamente ha sido autorizada una OPA con fecha 4 de mayo⁸⁸, por lo que cabrá esperar a finales de año para poder afirmar que la recuperación se ha consolidado en esta materia.

Por otro lado, cada una de las operaciones escogidas tuvo como objetivo una sociedad perteneciente a un sector distinto, bancario, energético, y de las telecomunicaciones, respectivamente, lo que posibilitará ofrecer una amplia visión del desarrollo de estas operaciones. No obstante, todas ellas coinciden en la polémica que de algún modo suscitaron (especialmente en el caso de las OPAS sobre Endesa).

2.3.2.2. Análisis de cada una de ellas

a) OPA del Banco de Bilbao sobre el Banco Español de Crédito (Banesto):

1) Descripción de la operación⁸⁹:

⁸⁶ Datos obtenidos del registro de la CNMV.

⁸⁷ Mientras que en los años de la crisis financiera las cifras, según datos del registro del CNMV, eran las siguientes: 6 OPAS en 2008, 5 operaciones en 2009, 4 en 2010, 3 en 2011, 3 autorizadas (de las cuales sólo 2 realizadas) en 2012, 6 en 2013, 7 en 2014.

⁸⁸ El autor de la oferta es la sociedad mexicana Inversora de Carso, S.A. de C.V., perteneciente al empresario Carlos Slim, y la sociedad objetivo Realía Business, S.A.

⁸⁹ Para la elaboración de este apartado se ha utilizado los siguientes documentos: Escrito de presentación de la OPA formulada por el Banco de Bilbao ante la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, el 30 de noviembre de 1987; escrito de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, de 1 de diciembre de 1987, por el que se solicitaba documentación complementaria; Contestación del Banco de Bilbao de 4 de diciembre de 1987 a la solicitud de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid; Informes de las Juntas Sindicales de las Bolsas de Bilbao, Barcelona y Valencia; Resolución de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, de 4 de diciembre de 1987. Todos ellos contenidos en BANCO DE BILBAO. *La OPA del Banco de Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos*. Madrid: Banco de Bilbao, 1987.

Introducción:

La OPA del Banco de Bilbao sobre Banesto fue lanzada en una época prácticamente prelegislativa en España en materia de OPAs, lo que como veremos, impediría el éxito de la operación.

En el contexto de la entonces reciente incorporación de España a la Comunidad Económica Europea, se hizo visible la necesidad de contar con entidades bancarias de suficiente entidad, capaces de competir con la banca internacional, ante el eventual reconocimiento de la libertad de capitales en el Espacio Económico Europeo. Tras el fracaso del intento de fusión amistosa entre ambas entidades, el Banco de Bilbao optó por lanzar un órdago a Banesto, que finalmente se quedó en tan solo un intento de integración de ambas entidades.

Elementos subjetivos de la oferta:

La sociedad afectada por la operación era Banesto, una entidad bancaria con domicilio social en Madrid, España, cuyas acciones estaban admitidas a cotización oficial en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao. Por su parte, el Banco de Bilbao, entidad financiera con domicilio social en Bilbao, España, era el oferente de la operación⁹⁰.

Elementos objetivos de la oferta:

Mediante esta operación, el Banco de Bilbao se comprometía a adquirir la totalidad de acciones y bonos (obligaciones y títulos de renta fija convertibles) emitidos por Banesto en la fecha de presentación de la oferta, que deberían incluir todos los cupones y derechos correspondientes a dichos títulos.

En el documento presentado por el Banco de Bilbao ante la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, donde se recogían las líneas generales de la oferta, se advertía de que si con anterioridad a la fecha del contrato (fecha de publicación del resultado de la oferta), las acciones o bonos de Banesto eran sustituidos por otros títulos, o sufrían cualquier tipo de alteración de sus características, la oferta alcanzaría a dichos títulos nuevos o modificados.

Asimismo, si entre la fecha de presentación de la oferta y la fecha del contrato, Banesto emitía nuevas acciones u obligaciones, no incluidas entre los citados títulos a entregar, el oferente podría extender la oferta a aquellos títulos, en los términos de la oferta inicial.

⁹⁰ No ha sido posible encontrar datos de la cifra de capital social del Banco de Bilbao y de Banesto en el momento del lanzamiento de la oferta, así como tampoco del valor nominal de sus acciones.

Objetivo:

La OPA lanzada por el Banco de Bilbao tenía el claro propósito de integrarse en Banesto, esto es, de proceder a una fusión por absorción, (según Banesto, desconociendo el procedimiento establecido en la Ley de Sociedades Anónimas de 1951), adquiriendo títulos de la entidad para alcanzar así una participación significativa que permitiese su control efectivo.

Cronología, análisis histórico de la oferta:

El 27 de noviembre de 1987, el entonces Ministro de Economía y Hacienda, Carlos Solchaga Catalán, autorizó al Banco de Bilbao a adquirir títulos representativos del capital de Banesto, por un importe que permitiese de hecho el control de dicha entidad. De tal forma, al día siguiente, el Consejo de Administración del Banco de Bilbao adoptó un acuerdo de presentación de una OPA sobre Banesto. El 30 de noviembre de ese mismo año, dicha entidad formuló la oferta, presentando ante la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid la requerida documentación. La oferta fue remitida a dicho organismo siguiendo lo dispuesto en el art. 7 del RD 279/1984⁹¹.

Según lo establecido en la documentación remitida, el plazo de aceptación de dicha oferta sería de un mes, a partir de la fecha de publicación del anuncio en el BOE. En el escrito presentado por el Banco de Bilbao se afirmaba que éste “podía ampliar el plazo de aceptación una o varias veces, dentro de dicho plazo o, en su caso, del de cualquiera de sus prórrogas (que serían comunicadas por escrito a la Junta Sindical), sin superar en ningún caso el máximo de dos meses contados a partir de la fecha de publicación del anuncio en el BOE”.

Por otro lado, siguiendo lo acordado el 26 de noviembre de ese mismo año por el Consejo de Administración de Petróleos del Mediterráneo, S.A, (Petromed), dicha sociedad, filial de Banesto, presentó el 30 de noviembre de 1987 ante la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, una OPA sobre el conjunto de acciones y títulos de renta fija convertibles de Banesto, simultánea por tanto a la del Banco de Bilbao. La fundamentación expuesta por Petromed para el lanzamiento la oferta hacía referencia a que ésta era titular de 2.250.000 acciones de Banesto, de manera que podría verse perjudicada en caso de que se aceptase la OPA que presumiblemente estaba preparando el Banco de Bilbao.

⁹¹De acuerdo con dicho precepto, la oferta se podía formalizar ante la Junta Sindical de cualquiera de las Bolsas donde los títulos estuviesen admitidos a cotización, en este caso, Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao.

Dicha oferta se formuló sujeta a una condición suspensiva, la aceptación de la OPA presentada por el Banco de Bilbao⁹².

A la vista de la documentación presentada, la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid remitió comunicación a las Juntas Sindicales de las Bolsas de Barcelona, Valencia y Bilbao, con objeto de conocer su posición sobre la operación, para preparar así el acuerdo de tramitación de OPA, siguiendo las previsiones del art. 10 del entonces vigente RD 279/1984. Asimismo, el 30 de noviembre de ese 1987, la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid acordó, utilizando la posibilidad prevista en el art. 5 del RD 279/1984, la suspensión cautelar de la cotización oficial y la contratación pública de las de las acciones del Banco de Bilbao, S.A y de Banesto, S.A, y de los bonos de esta última entidad, admitidos a cotización en la Bolsa de Madrid.

Los días 30 de noviembre y 1 de diciembre, la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid se reunió, acordando finalmente requerir al Banco de Bilbao información complementaria respecto a las acciones ofrecidas y a la garantía presentada⁹³.

Respecto a las acciones ofrecidas, la resolución de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid de 1 de diciembre de 1987, solicitaba al Banco de Bilbao la presentación de “las oportunas declaraciones de todas y cada una de las entidades titulares de acciones antiguas del Banco de Bilbao que ofrece, debiendo tales entidades comprometerse formalmente a que esas acciones queden al servicio de su oferta, individualizándolas y poniendo su titularidad a disposición de esta Junta Sindical”. En este sentido, demandaba al oferente que aportase documentación acreditativa de la adopción, por la Junta General de Accionistas, del acuerdo de emisión de nuevas a acciones, que se canjearían por las acciones de Banesto afectadas por la operación.

Por otro lado, se exigió que la garantía presentada fuese alguna de las recogidas en el art. 9 del RD 279/1984.

El 2 de diciembre, el Presidente del Consejo de Administración de Banesto presentó un escrito de alegaciones ante la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, solicitando la denegación de la tramitación de la oferta y el levantamiento de la suspensión de la cotización de las acciones y bonos de Banesto, ya que dicha medida “había quedado desprovista de sentido, y estaba causando serios perjuicios a los clientes, accionistas y a la propia entidad”.

⁹²A partir de este momento, nos centraremos únicamente en la OPA presentada por el Banco de Bilbao.

⁹³Lo relativo a la contraprestación y garantías ofrecidas, será analizado en líneas posteriores de este estudio, en el marco comparativo de las tres ofertas seleccionadas.

El día 3 de ese mismo mes, la Junta Sindical de la Bolsa de la Bolsa de Madrid recibió un Informe favorable de la Junta Sindical de la Bolsa de Bilbao, en el que manifestaba que había decidido admitir a trámite las citadas ofertas.

Al día siguiente, el Banco de Bilbao contestó a la solicitud de información complementaria de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, adjuntando parte de la información requerida, pero no así el documento acreditativo de la emisión de nuevas acciones. En esa misma fecha, la Junta Sindical de la Bolsa de Valencia remitió a la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid su Informe desfavorable a ambas operaciones, así como lo hizo la Junta Sindical de la Bolsa de Barcelona. Ésta última consideraba que el Consejo de Administración del Banco de Bilbao debía haber convocado Junta General de Accionistas en el momento de presentación de la oferta, o mientras estaba vigente la suspensión cautelar, y en todo caso antes de que se tomase una decisión final al respecto. Finalmente, en esa misma fecha, 4 de diciembre de 1987, la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid acordó denegar ambas ofertas públicas de adquisición de valores de Banesto⁹⁴ y levantar la suspensión cautelar de la cotización oficial y la contratación pública de las acciones del Banco de Bilbao y de Banesto, que se haría efectiva a partir del 7 de diciembre de 1987.

Los argumentos de la Junta Sindical que llevaron a la denegación de la tramitación de la OPA formulada por el Banco de Bilbao giraron básicamente en torno a dos cuestiones, la contraprestación de la operación con acciones de nueva emisión del Banco de Bilbao, y la garantía del cumplimiento de la prestación.

Respecto a la primera cuestión, el órgano encargado de su autorización alegaba que el Banco de Bilbao estaba ofreciendo como parte de la contraprestación de la oferta acciones que aún no habían sido emitidas. La emisión de dichos títulos debería ser acordada, no por el órgano autor de la oferta, esto es, por el Consejo de Administración del Banco de Bilbao, sino por su Junta General de Accionistas, que en el momento de publicación de dicha resolución, aún no había sido convocada, y que tal y como había reconocido el órgano de dirección, se reuniría una vez adoptado el acuerdo de autorización de la oferta pública. Según la postura de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, la admisión a trámite de esta operación supondría dar cabida a una OPA “en un momento en que seguirían sin existir los títulos nuevos ofrecidos y sin que el órgano que la ha formulado pudiese entonces garantizar jurídicamente que esos títulos fuesen a crearse”. Esta situación, que comprende

⁹⁴Para más información, puede consultarse la Resolución de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, de 4 diciembre de 1987, en BANCO DE BILBAO. op.cit.

la posibilidad de que la Junta General no adoptase finalmente el acuerdo de emisión de los nuevos títulos ofrecidos en canje, estaría contraviniendo lo dispuesto en el art. 13 del RD 279/1984, esto es, el carácter necesariamente irrevocable de las OPAS.

Lo relativo a la garantía de la contraprestación ofrecida, será como decíamos analizado en el marco comparativo entre las distintas operaciones estudiadas.

2) Clasificación de la oferta⁹⁵:

La OPA lanzada por el Banco de Bilbao puede calificarse como hostil, al no ser una operación pactada con la sociedad afectada, sino que tal y como expusimos anteriormente, una vez formulada, el presidente del Consejo de Administración de Banesto solicitó ante la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid que paralizase la tramitación de la operación.

En el RD 279/1984 no se contemplaba la distinción entre OPAS voluntarias u obligatorias, no obstante, de acuerdo con lo dispuesto su art. 1⁹⁶, estaríamos ante una OPA de carácter público.

La OPA que venimos analizando tenía dimensión nacional, ya que el oferente, como se ha indicado, contaba con domicilio social en España. El RD 279/1984 no hacía referencia a la posibilidad de OPAs transfronterizas.

La operación era una oferta total, por recogerse en el escrito presentado ante la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, a través del cual el Banco de Bilbao formulaba la oferta, el compromiso de adquirir la totalidad de acciones y bonos de Banesto emitidos en la fecha de presentación de la misma. De hecho, en virtud de lo previsto en el art. 3.1 del RD 279/1984, el Banco de Bilbao estaba obligado a extender la oferta a todos los títulos en circulación de la sociedad afectada⁹⁷.

Se trataba de una operación pura, al haber declarado el Banco de Bilbao, en su escrito de formulación de la oferta, que no estaba condicionada al alcance de un determinado

⁹⁵La clasificación de las OPAS estudiadas se realizará atendiendo a los criterios propuestos en el apartado 2.2.1. de este estudio.

⁹⁶En dicho precepto se disponía que tendrían “en todo caso carácter público, cuando a través de las mismas se pretenda alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad, siempre que concurra, además, alguna de las circunstancias siguientes: a) Que se refieran a títulos emitidos por sociedades cuyas acciones, en todo o en parte, estén admitidas a cotización oficial en la Bolsa; b) Que así se disponga por ley; c) Que la persona o entidad que formule la oferta se someta, voluntariamente, a la normativa de este Real Decreto”.

⁹⁷Ya que la operación pretendía alcanzar, una participación de control (porcentaje igual o superior al 25% del capital social), que permitía al oferente modificar los estatutos sociales de la sociedad afectada.

volumen de aceptaciones, sino que se consideraría válida fuese cual fuese el número total de acciones o bonos presentados finalmente a la aceptación.

En cuanto a la posibilidad o no de desistimiento de la operación, de acuerdo con la postura del Banco de Bilbao, y de los expertos cuyos dictámenes solicitó para reforzar su posición⁹⁸, estábamos ante una OPA irrevocable en el sentido de lo dispuesto en el art. 13 del RD 279/1984. Sin embargo, tal y como se ha apuntado, éste fue uno de los aspectos en los que se fundamentó el rechazo a la tramitación de la operación, ya que tanto el Consejo de Administración de Banesto, como la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, ponían en duda la irrevocabilidad de la oferta, al ser la Junta General de Accionistas del Banco de Bilbao, y no quien formulaba la oferta, la competente para autorizar la emisión de las nuevas acciones ofrecidas en contraprestación.

3) Particularidades de la operación:

La OPA del Banco de Bilbao sobre Banesto fue lanzada cuando ni siquiera existía la CNMV, creada un año después, con la aprobación de la LMV 24/1988. Se formuló en un contexto de grandes dificultades para concebir este tipo de operación, aún más si cabe cuando la contraprestación se instrumentaba en acciones aun no emitidas, de manera que como se ha indicado, su fracaso se explica en gran parte por la ausencia de un marco regulatorio moderno sobre el mercado de valores y sobre las Ofertas Públicas de Adquisición⁹⁹ en el que se apoyase la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid.

No obstante, como es lógico, la opinión del Banco de Bilbao y de los expertos congregados a su llamada era bien distinta. Por un lado, el Banco de Bilbao alegaba la falta de competencia de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid para denegar la tramitación de la oferta pública, considerando que la resolución no era ajustada a Derecho al infringir lo dispuesto en el art. 10.2 del RD 279/1984¹⁰⁰.

En cuanto al asunto de la irrevocabilidad de la OPA, el Banco de Bilbao entendía que la posibilidad de que la Junta General de Accionistas no aprobase la emisión de dichos valores ofrecidos en contraprestación, sería más bien un hecho que podría dar lugar a un

⁹⁸Pueden consultarse en BANCO DE BILBAO. op.cit.

⁹⁹VELASCO KINDELAN, Jaime. *Emilio Botín y el Banco Santander: Historia de una ambición*. Barcelona: Conecta, 2014.

¹⁰⁰En ese precepto se preveía que en el supuesto de que las Juntas Sindicales tuviesen opiniones divergentes, tal y como sucedía en este caso, la resolución correspondía al Ministerio de Economía y Hacienda, mientras que en la OPA del Banco de Bilbao la decisión final fue tomada por la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid. BANCO DE BILBAO. op.cit.

incumplimiento del contrato con los aceptantes de la OPA, pero no un extremo que alterase a priori el carácter irrevocable de la OPA, irrevocabilidad que, “no garantiza nunca el cumplimiento de los contratos”¹⁰¹.

Los expertos consultados también manifestaron la irrevocabilidad de la OPA del Banco de Bilbao, sirva como ejemplo el dictamen de María Teresa de Gispert Pastor, quien afirmaba que la puesta en entredicho de la irrevocabilidad de la OPA carecía de todo sentido, ya que “el único elemento de la oferta que no puede aparecer condicionado es su irrevocabilidad misma, pero éste cualifica la oferta en su conjunto de sus demás términos y elementos, se hallen éstos supeditados o no a alguna clase de condición explícita o implícita”¹⁰².

Por otro lado, la singularidad de la oferta radica en su enorme trascendencia, tanto económica, como social, siendo ampliamente cubierta por los medios de comunicación nacionales y extranjeros de la época. Su gran repercusión se explicaba por lo novedoso de la operación en España, más cuando se trataba de una OPA hostil, en un sector como el bancario, “acostumbrado hasta entonces a los pactos entre caballeros como forma habitual de actuación”¹⁰³. Hasta tal punto fue la repercusión de la oferta, que el Banco Central se sumó a la defensa de Banesto lanzando una contraopa.

b) OPA de GAS NATURAL sobre ENDESA:

1) Descripción de la operación¹⁰⁴:

Introducción:

El control de Endesa terminó por convertirse en una sucesión de hechos que pareció en un punto interminable. El primer paso fue dado por Gas Natural, sin ser consciente en ese momento de la amplitud que alcanzaría la operación.

¹⁰¹BANCO DE BILBAO. op.cit.pp.14.

¹⁰²BANCO DE BILBAO. op.cit. pp. 210.

¹⁰³ARRIOLA PALOMARES, Joaquín. *La banca en España* [en línea].

<<http://www.ehu.es/Jarriola/Docencia/EcoEsp/la%20banca%20en%20Espain>> [Consulta: 31 marzo 2016]

¹⁰⁴ Los datos recogidos en este apartado se han obtenido del folleto explicativo de la operación, remitido por Gas Natural a la CNMV el 27 de febrero de 2006:

Gas Natural SDG, S.A. *Folleto explicativo y anexos. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Endesa, S.A.* [en línea]. Febrero, 2006, Madrid.

<<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={9025f412-3d90-47a4-9bda-606cb40fa44e}>> [Consulta: 20 marzo 2016]

Elementos subjetivos de la oferta:

En este caso, la sociedad afectada por la operación era Endesa, sociedad anónima cotizada, dedicada al sector eléctrico, con domicilio social en Madrid, España.

Su capital social estaba compuesto en el momento del lanzamiento de la oferta, por 1.058.752.117 acciones, de 1,2 euros de valor nominal cada una de ellas, de una única clase y serie, ascendiendo por tanto su cifra de capital a 1.270.502.540,40 euros. La totalidad de las acciones estaban íntegramente suscritas, desembolsadas, representadas mediante anotaciones en cuenta e inscritas en Iberclear. El accionista mayoritario de Endesa era en ese momento Caja Madrid, con una participación del 9%. Las acciones de Endesa estaban admitidas a negociación en las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia, y formaban parte del IBEX 35.

Además, cabe apuntar que Endesa contaba con una serie de acciones que cotizaban en la Bolsa de Nueva York, (22.676.060 títulos a 31 de diciembre de 2005), bajo la forma de American Depositary Shares (ADSs), representadas en American Depositary Receipts (ADRs).

En cuanto a la sociedad oferente, se trataba de la denominada Gas Natural SDG, S.A, sociedad matriz de un grupo de sociedades, centrada en la comercialización de gas natural, con domicilio social Barcelona, España.

Su cifra de capital social ascendía, en el momento de remisión a la CNMV del folleto explicativo, a 447.776.028 euros, estando compuesto por 447.776.028 acciones de un euro de valor nominal cada una de ellas, pertenecientes a una sola clase y serie.

Al igual que las acciones de Endesa, todas ellas estaban íntegramente suscritas y desembolsadas, representadas mediante anotaciones en cuenta e inscritas en Iberclear. Además, se preveía que el oferente ampliase su capital vía emisión de 602.429.955 nuevas acciones, con objeto de atender a la contraprestación ofrecida por la operación¹⁰⁵.

Conviene tener presente la estructura del accionariado de Gas Natural, lo que permitirá comprender los conflictos de intereses que se originaron en el trasfondo de la operación. Los accionistas mayoritarios de la sociedad oferente eran La Caixa, con una participación del 33, 06%, y Repsol YPF, con una participación del 30,85%. En el momento de

¹⁰⁵ Lo relativo a la contraprestación y garantías de la oferta será estudiado en la comparativa de los aspectos más relevantes de cada una de las OPAS analizadas.

formulación de la oferta, La Caixa había informado al oferente de su intención de mantenerse como accionista de referencia de Gas Natural y del nuevo grupo que pudiera resultar de alcanzar la oferta un resultado positivo, mientras que Repsol YPF no había adoptado ninguna decisión respecto a su futuro en la sociedad, si bien se mostraba favorable a la operación.

Elementos objetivos de la oferta:

La oferta de Gas Natural se dirigía al conjunto de las acciones de Endesa, en términos idénticos para todas ellas, no existiendo, según la información recogida en los registros de la CNMV, otros valores de Endesa a los que la normativa vigente en ese momento, (RD 1197/1991), exigiese alcanzar con la oferta (derechos de suscripción, obligaciones convertibles en acciones o acciones sin voto). En el folleto explicativo de la operación se preveía que dichas acciones debían ser entregadas con la totalidad de derechos políticos y económicos inherentes a las mismas, y libres de cargas, gravámenes o derechos de terceros que pudieran dificultar el ejercicio de los citados derechos o su transmisibilidad.

En ese documento constaba también que en el momento de presentación del mismo, ni la sociedad oferente (tampoco ninguna de sus filiales), ni Repsol YPF, eran titulares de participación directa o indirecta en el capital social de Endesa, ni habían realizado en los doce meses anteriores a la presentación de la oferta ningún tipo de operación sobre acciones de Endesa. Por su parte, la Caixa, sí ostentaba en el momento de presentación de la oferta una participación sobre Endesa, concretamente era propietaria del 5% de su capital social.

Objetivo:

De haber resultado exitosa, la operación hubiese permitido a Gas Natural, una vez liquidada la oferta y modificados los estatutos de Endesa en los términos que se describirán más adelante, adquirir el control de Endesa, creando seguidamente una compañía integrada de gas y electricidad en España. Dicho propósito, “se enmarcaba dentro de la tendencia hacia la integración de los negocios de gas y electricidad que se venía observando en países de nuestro entorno”¹⁰⁶.

¹⁰⁶ Con iniciativas como las protagonizadas por E.ON [compañía que como veremos tendrá también un papel destacado en la operación que venimos analizando] y Ruhrgas en Alemania y EDF y GDF en Francia. DEL GUAYO CASTIELLA, I.; LÓPEZ MILLA, J.; HANCHER, L. *Competencia y regulación. Un análisis de la OPA de GAS NATURAL sobre ENDESA*. Madrid: Dilex, 2006, pp.18.

No había sido por tanto una operación “inesperada”¹⁰⁷. Posibilitaría, gracias al aprovechamiento de las sinergias generadas, una mejora del servicio y un ahorro anual de costes para Gas Natural que alcanzaría los 350 millones de euros a partir de 2008, todo ello según las previsiones del folleto.

Según el oferente, la operación, hubiese supuesto la fundación del tercer grupo privado del mundo en la prestación de servicios, por número de clientes, así como de la mayor empresa de gas y electricidad de España y Latinoamérica.

Cronología, análisis histórico de la preparación y desarrollo de la oferta¹⁰⁸:

Los hechos más relevantes acontecidos en el año 2005 en relación a la operación fueron los siguientes:

El 5 de septiembre Gas Natural anunció su decisión de lanzar una OPA sobre el 100% del capital social de Endesa, lo que llevó a que la CNMV suspendiese cautelarmente la cotización de Endesa, e iniciase el procedimiento de autorización de la oferta. Ese mismo día, Gas Natural e Iberdrola celebraron un contrato de desinversión de activos, al que nos referiremos al abordar las cuestiones de competencia a las que la OPA dio lugar.

Al día siguiente, Endesa expresó su rechazo hacia la oferta de Gas Natural, calificándola de “insuficiente y hostil”, al tiempo que la CNMV restauró la cotización de Endesa.

El 12 de septiembre, el Comité Ejecutivo de la CNMV envió cartas a los presidentes de las sociedades afectadas y a Iberdrola¹⁰⁹. En la carta dirigida al Presidente de Endesa, recordó a la sociedad el deber de pasividad al que estaba sometido su Consejo de Administración, que consistía en evitar cualquier operación que “por sí o por medio de terceros” tuviera como objeto perturbar el normal desarrollo de la oferta, existiendo en todo caso la posibilidad de emitir un Informe desfavorable a la misma.

¹⁰⁷SÁNCHEZ GUTIÉRREZ, Matilde. “Comentario a la resolución de la Comisión Nacional de la Energía, de 8 de noviembre de 2005, relativa al otorgamiento de autorización de la OPA lanzada por Gas Natural sobre Endesa y de la operación de reestructuración societaria de Gas Natural” [en línea]. *Revista General de Derecho Administrativo*. No. 11 (2006), pp. 41.

<file:///C:/Users/Usuario/Downloads/405025%20(1).pdf> [Consulta: 17 marzo 2016]

¹⁰⁸En este apartado, únicamente tendremos en cuenta el recorrido de la OPA principal, esto es, de la OPA de Gas Natural sobre Endesa, dejando a un lado el asunto de las OPAs competidoras a las que dio lugar la operación, y las cuestiones suscitadas en materia de competencia.

¹⁰⁹ CNMV. “Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación” [en línea], pp.170.2005, Madrid.

<<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Ianual2005.pdf>> [Consulta: 21 marzo 2016]

El día 15 de ese mismo mes, Endesa impugnó ante la Audiencia Nacional (AN) la suspensión de la cotización de sus acciones decretada por la CNMV, y al día siguiente, interpuso ante ese mismo órgano, recurso contencioso-administrativo contra el citado Acuerdo del Comité Ejecutivo de la CNMV.

La AN se pronunció sobre dichas cuestiones los días 8 y 10 de noviembre, respectivamente. Por un lado, rechazó la impugnación de la suspensión de la cotización, ya que ésta fue restaurada al día siguiente, y por otro, decidió suspender cautelarmente la ejecutividad del Acuerdo ya que “la hipotética prolongación en el tiempo de unas restricciones a la libertad de actuación” de Endesa, podría suponer “pérdidas de oportunidades de negocio que, aun no siendo concretas”, están vinculadas al “desarrollo de la actividad económica en el sector energético”¹¹⁰.

Ya en el año 2006, el desarrollo de la OPA continuó de la siguiente manera:

El 27 de febrero Endesa remitió el folleto explicativo de la operación a la CNMV, que procedió a autorizar la oferta ese mismo día.

En el folleto se especificaba que paralelamente a la oferta que venimos analizando, Gas Natural realizaría una oferta en Estados Unidos, que únicamente se dirigiría a los titulares de American Depositary Shares (o “ADSs”) de Endesa, así como a aquellos ciudadanos estadounidenses titulares de acciones ordinarias de Endesa, operación de cuyo estudio no nos ocuparemos en estas páginas.

El 6 de marzo comenzó el plazo de aceptación de la OPA, que según lo dispuesto en el folleto, se extendería durante 45 días naturales.

Al día siguiente, el Consejo de Administración de Endesa aprobó el Informe sobre la OPA lanzada por Endesa, en el que valoraba negativamente los términos de la oferta, y recomendaba a sus accionistas no acudir a la misma. Fundamentaba principalmente su apreciación en la cuestión de la contraprestación ofrecida. Por otro lado, aducía que el control ejercido por los accionistas de referencia, (La Caixa y Repsol YPF), sobre Gas Natural, acarrea el riesgo de que las actuaciones emprendidas por Gas Natural, pudieran ser contrarias a los intereses de los accionistas de Endesa.

A pesar de que en principio el plazo de aceptación de la OPA de Gas Natural finalizaba el 19 de abril, el 21 de marzo, tras una serie de reclamaciones presentadas por Endesa ante los

¹¹⁰ Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso. *Auto de 10 de noviembre de 2005. N° de recurso 461/2005*, pp.7

tribunales, la titular del Juzgado de lo Mercantil nº3 de Madrid dictó auto suspendiendo cautelarmente la OPA de Gas Natural sobre Endesa. La suspensión se supeditaba a que Endesa presentase en el plazo de 10 días, un aval de 1.000 millones de euros, por los posibles daños y perjuicios que pudieran provocar dichas medidas. Dicho auto también suspendió la ejecución del contrato celebrado entre Gas Natural e Iberdrola.

2) Clasificación de la oferta:

La OPA de Gas Natural sobre Endesa fue hostil, esto es, no pactada, tal y como indicaba el folleto explicativo de la operación, donde se recogía que no existía acuerdo, pacto o contrato de ninguna naturaleza, verbal o escrito, en relación a la Oferta, ni con la Sociedad Afectada, ni tampoco con las sociedades de su grupo, (o los miembros de sus Consejos de Administración o sus accionistas). Este extremo fue evidente una vez lanzada la OPA, cuando inmediatamente el Presidente de Endesa, Manuel Pizarro, se opuso a la operación. Además, como se ha indicado, en el Informe del Consejo de Administración de Endesa se valoraba negativamente la oferta.

Se trataba de una oferta obligatoria a efectos de lo dispuesto en el art.1 del entonces vigente RD 1197/1991, ya que pretendía alcanzar una participación significativa en Endesa, esto es, igual o superior al 25% del capital con derecho de voto, lo que permitiría un cambio de control en dicha sociedad.

La operación tenía una dimensión nacional, ya que el domicilio social del oferente estaba fijado en España. El RD 1197/1991 tampoco recogía la posible dimensión transfronteriza de este tipo de operación, aspecto que fue recogido por primera vez en nuestra regulación con el RD 1066/2007.

La oferta se extendía a la adquisición del 100% de las acciones de Endesa, tratándose por tanto de una OPA total, a lo que obligaba el art. 1.6 RD 1197/1991, al pretender el oferente adquirir una participación igual o superior al 50% del capital social de la sociedad afectada.

La operación estaba condicionada en varios sentidos. Por un lado, cuantitativamente, a la obtención como mínimo, del 75% del capital social de Endesa, esto es, de 794.064.088 acciones. Por otro, a la aprobación por parte de la Junta General de Accionistas de Endesa, de la modificación de una serie de artículos contenidos en sus estatutos sociales, que preveían medidas defensivas frente a eventuales OPAs.

3) Particularidades de la operación:

1. Politización de la operación y cuestiones en materia de competencia:

Lo que en principio era una operación empresarial, terminó por entremezclarse con factores políticos, que convirtieron la oferta de Gas Natural sobre Endesa en una “batalla político empresarial sin precedentes”¹¹¹. La politización de la operación radica en el hecho de que el negocio eléctrico pertenece a un sector estratégico para la economía y por tanto muy intervenido, de manera que, siendo el Gobierno el encargado de fijar los precios, su evolución depende de las conveniencias gubernamentales¹¹². Además, la OPA se lanzó en un momento político delicado, en pleno debate sobre el Estatuto de Cataluña¹¹³. Suscitó numerosas declaraciones de la clase política, tanto a favor como en contra e incluso recibió el apoyo del Gobierno tripartito de Cataluña.

Sin embargo, la decisión final no estaba en manos de Gas Natural, ni de Endesa, ni tampoco del Gobierno, sino que correspondía a las autoridades de la competencia, Comisión Nacional de la Energía (CNE) y Tribunal de Defensa de la Competencia (TDC), a las que alcanzó la politización de la operación¹¹⁴, y a los accionistas de Endesa.

Al tratarse de un sector sometido a regulación, su tramitación requería autorización sectorial por parte de la CNE. Dicha aprobación se obtuvo el 8 de noviembre de 2005, si bien se condicionó al cumplimiento de diversas condiciones, con objeto de garantizar que las actividades reguladas no fuesen perjudicadas por la operación.

Gas Natural y Endesa ni siquiera coincidían en determinar quién debía decidir sobre el caso, las autoridades españolas o europeas. La cuestión se resolvió el 15 de noviembre de 2005, cuando la Comisión Europea (CE) rechazó la petición de Endesa de considerar la dimensión comunitaria de la operación, y que por ende los asuntos relativos a la competencia, fuesen juzgados por las autoridades de la UE. De manera que, quedó claro que debía el Estado español quien valorase la OPA y sus efectos en el mercado.

¹¹¹ GARAY, Iñaki. “El difícil camino de la OPA sobre Endesa” [en línea]. *Escritura pública. No. 37 (2006)*, pp. 52,53.<http://www.notariado.org/liferay/c/document_library/get_file?folderId=12092&name=DLFE-11120.pdf> [Consulta: 1 abril 2016]

¹¹² FERNÁNDEZ, Pedro María. “Gas para encender la luz” [en línea]. *Escritura pública. No. 37 (2006)*, pp. 52,53.<http://www.notariado.org/liferay/c/document_library/get_file?folderId=12092&name=DLFE-11120.pdf> [Consulta: 1 abril 2016]

¹¹³ La Caixa, principal accionista de Endesa, vio ampliamente deteriorada su imagen por la presión ejercida por sectores contrarios al Estatuto y a la OPA. GARAY, Iñaki. op.cit.

¹¹⁴ Su neutralidad e independencia se llegó a poner en duda, de manera que en los informes que emitieron, “se llegaba a interpretar el sentido de los votos en función del partido por el que fueron nombrados”. SÁNCHEZ GUTIÉRREZ, Matilde. op.cit., pp.42.

En este sentido, la CNE aprobó por mayoría el 20 de diciembre de 2005 otro Informe, esta vez analizando la operación desde el punto de vista de sus efectos sobre la competencia. En él se mostraba favorable a la misma, de cumplirse ciertas condiciones. Sin embargo, el TDC en su Informe de 5 de enero de 2006, se posicionó en contra y aconsejó al Gobierno¹¹⁵ que la declarase improcedente. El TDC llegó a esta conclusión, teniendo en cuenta los posibles efectos que la concentración económica en cuestión supondría sobre la competencia, habiendo valorado previamente el ya mencionado Acuerdo, celebrado entre Gas Natural e Iberdrola, (principal competidor de Endesa), que preveía la venta de activos de Endesa a Iberdrola¹¹⁶, por un valor de entre 7000 y 9000 millones de euros.

El 3 de febrero de 2006 llegó el turno del Consejo de Ministros, que debía tomar la decisión, sirviéndose de las opiniones del Servicio de Defensa de la Competencia, del dictamen del TDC y del informe de la CNE. Todos ellos coincidían en que la operación podía afectar, y en ciertos casos acarrear un riesgo para el mantenimiento de la competencia efectiva en los mercados afectados. El Gobierno podía autorizar la operación con ciertas condiciones, o bien declararla improcedente.

Siendo la prohibición el último recurso, el cual se podía invocar sólo excepcionalmente, en el caso de que las condiciones a imponer no pudieran resolver los hipotéticos problemas de competencia¹¹⁷, el Consejo de Ministros decidió autorizar la OPA sometiendo al cumplimiento de veinte condiciones, que no impidieron que Gas Natural decidiese continuar con el proceso. No obstante, el 28 de abril, el Tribunal Supremo suspendió de forma cautelar la autorización con condiciones de la OPA, resolviendo así el recurso contencioso administrativo interpuesto por Endesa contra el citado acuerdo.

En cuanto a la OPA competidora de E.ON, a la que nos referiremos a continuación, a pesar del intento del Gobierno de intervenir en el proceso de autorización de una oferta que rechazaba frontalmente¹¹⁸, la CE emitió el 25 de abril de 2006, Informe favorable a la

¹¹⁵Tal y como disponía la entonces vigente Ley 16/1989 de Defensa de la Competencia, las operaciones de concentración económica que no tuviesen dimensión comunitaria debían ser autorizadas por el Gobierno a propuesta del ministro de Economía y Hacienda.

¹¹⁶Se confirmaba así su “reconciliación”, tras la guerra abierta que desencadenó la presentación en abril de 2003 de una OPA de Gas Natural sobre Iberdrola, que finalmente fue retirada por las condiciones impuestas por la CNE. FERNÁNDEZ, Pedro María. op.cit.

¹¹⁷MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, José. “El papel ineludible del Gobierno en la OPA” [en línea]. *Diario del Derecho*. 25 de enero 2006, RI §1014780(2006).

<http://www.iustel.com/diario_del_derecho/noticia.asp?ref_iustel=1014780&titulo=EL%20PAPEL%20INELUDIBLE%20DEL%20GOBIERNO%20EN%20LA%20OPA%20por%20Jos%20E9%20Mart%20y%20P%20de%20Nanclares&texto=> [Consulta: 8 abril 2016]

¹¹⁸El 24 de febrero, se aprobó el RD 4/2006, por el que se modificaban las funciones de la CNE, en concreto, la función 14.ª de la DA 11.ª 3.º 1 de la Ley del Sector de Hidrocarburos. Como consecuencia, se

misma, declarándola compatible con el mercado común y el Espacio Económico Europeo, sin imponer ningún tipo de condición.

Respecto a la OPA presentada por Enel y Acciona sobre Endesa, la CE aprobó su proyecto con fecha 5 de julio de 2007.

2. Presentación de OPAS competidoras:

Como adelantábamos, la oferta de Gas Natural sobre Endesa dio lugar a dos OPAs competidoras, la primera lanzada por la alemana E.ON, y posteriormente, la formulada por las sociedades Enel y Acciona. Procedemos a analizar ambas operaciones.

a) OPA competidora de E.ON Zwölfte Verwaltungs:

1) *Descripción de la operación*¹¹⁹:

Introducción:

La alemana E.ON entró en escena seis meses después de que se iniciase el largo proceso por la adquisición de Endesa. Para alcanzar su objetivo de hacerse con el control del sector energético español, y de crear la mayor empresa del mundo de electricidad y gas, no sólo mejoró el precio ofrecido por Endesa, sino que se comprometió a abonar su totalidad en efectivo.

Elementos subjetivos de la oferta:

En este caso, el oferente era E.ON Zwölfte Verwaltungs (“E.ON 12”), una sociedad dedicada al suministro de energía, con domicilio social en Düsseldorf, Alemania.

Su cifra de capital social alcanzaba, en el momento de presentación de la oferta, los 25.000 euros. En el folleto se detalla que “E.ON 12” era una sociedad constituida en enero de 2006, con el único fin de formular la oferta sobre Endesa, y cuyo socio único era E.ON AG (“E.ON”). El capital social de E.ON se cifraba en 1.799.200.000,00 euros, dividido en 692.000.000 de acciones ordinarias, sin valor nominal, y admitidas a cotización en las siete bolsas de valores de Alemania.

requería autorización de la CNE para la tramitación de la OPA de E.ON sobre Endesa. La CE, competente para analizar la operación de dimensión comunitaria, reaccionó acordando el inicio de un procedimiento de infracción contra España.

¹¹⁹Los datos recogidos en este apartado se han obtenido del folleto explicativo de la operación, remitido por E.ON a la CNMV el 10 de noviembre de 2006: E.ON ZwölfteVerwaltungs. “Folleto explicativo y anexos. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Endesa, S.A.”[en línea]. Noviembre, 2006, Madrid. <<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={d1ed2d5b-3d10-46e2-a1e7-d1709a521a29}>> [Consulta: 12 abril, 2016]

Elementos objetivos de la oferta:

La oferta se dirigía a la totalidad de acciones de Endesa, al igual que la formulada por Gas Natural.

Objetivo:

En el folleto remitido por E.ON a la CNMV se indicaba que “la finalidad perseguida por el oferente es la adquisición de la totalidad del capital social de Endesa para de esta forma obtener su control”. E.ON no preveía la absorción de Endesa, ni de cualquiera de las sociedades de su grupo, sino únicamente la integración de ambos negocios, para beneficiarse así de las ventajas que proporcionaría el acceso a economías de escala, en cuanto a reducción de costes y riesgos.

2) Clasificación de la oferta:

Al contrario de lo que sucedió con la oferta de Gas Natural, la OPA de E.ON puede calificarse de amistosa, ya que a pesar de que no hubo ningún acuerdo entre ambas compañías, más allá de un convenio de confidencialidad, con anterioridad a la presentación de la oferta se sucedieron una serie de contactos que continuaron una vez la oferta fue presentada. En esta línea, el Consejo de Administración de Endesa informó favorablemente de la operación.

Al igual que la oferta de Gas Natural, se trataba de una OPA de carácter obligatorio, en virtud de las previsiones del art. 1 del RD 1197/1991.

En este caso era una operación transfronteriza, ya que como se ha indicado el oferente tenía su domicilio social en Alemania.

La oferta era total, al dirigirse sobre el 100% de las acciones de Endesa.

Se condicionaba a la adquisición de un mínimo de 529.481.934 acciones de Endesa, cifra correspondiente al 50,01 % de su capital social. Asimismo, se supeditaba, igual que lo hacía la oferta de Gas Natural, a que la Junta General de Accionistas de Endesa aprobase la modificación de una serie de artículos de los estatutos sociales, donde se contenían medidas defensivas frente a posibles OPAS.

b) OPA competidora de Acciona, S.A. y Enel Energy Europe, S.r.l.

1) *Descripción de la operación*¹²⁰:

Introducción:

Acciona y ENEL, accionistas mayoritarios de Endesa en el año 2007, con un 45,9 % del capital, acordaron para sorpresa de todos, en marzo de ese año, lanzar una OPA conjunta sobre Endesa.

Elementos subjetivos de la oferta:

Los oferentes de esta oferta sobre Endesa eran Acciona S.A. y la sociedad Enel Energy Europe S.r.L., (filial de la sociedad Enel S.p.A, “ENEL”).

Acciona era una sociedad dedicada a la promoción y gestión de infraestructuras, y al negocio de las energías renovables. Su domicilio social se encontraba en Alcobendas, Madrid, España. En cuanto a Enel Energy Europe S.r.L, centraba su actividad en el mercado eléctrico y gasista, y tenía fijado su domicilio social en Roma, Italia.

En el momento de remisión a la CNMV del folleto explicativo de la oferta, el capital social de Acciona ascendía a 63.550.000 euros, dividido en 63.550.000 acciones, de un euro de valor nominal, y estaba íntegramente suscrito y desembolsado. Por su parte, Enel Energy Europe S.r.L, contaba con un capital social de 10.000 euros, totalmente suscrito y desembolsado por su socio único ENEL. Esta sociedad disponía de un capital social de 6.182.720.234 euros, fraccionado en 6.182.720.234 acciones de un euro de valor nominal, admitidas a negociación en la bolsa de Milán.

Elementos objetivos de la oferta:

La Oferta se extendía a la totalidad de las acciones de Endesa, excluyendo aquellas de las que eran titulares los oferentes, Finanzas Dos, S.A. (filial de Acciona) y Enel S.p.A., esto es, apartando 487.116.120 acciones, representativas de un 46,01% del capital social de Endesa.

A pesar de que, tal y como se ha indicado, la oferta se presentaba de forma conjunta y mancomunada, el folleto preveía que en el caso de resultar exitosa, Acciona adquiriría en

¹²⁰Los datos recogidos en este apartado se han obtenido del folleto explicativo de la operación, remitido por Acciona y Enel a la CNMV el 17 de julio de 2007: Acciona, S.A. y EnelEnergyEurope, S.r.l. *Folleto explicativo y anexos. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Endesa, S.A.* [en línea]. Julio, 2007, Madrid. <<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={69a818d7-3415-482d-b330-2231626af17a}>> [Consulta: 17 abril, 2016]

primer lugar 42.079.382 acciones, por un porcentaje aproximado del 3,974% del capital de Endesa, y Enel se haría seguidamente con el resto de acciones que acudiesen a la oferta.

Objetivo:

El fin de la operación era el mismo que el de la OPA principal sobre Endesa, y la OPA competidora de E.ON, en definitiva, la adquisición del control de la sociedad afectada. Los oferentes pretendían consolidar un proyecto industrial a largo plazo, para el que se aprovecharían de la experiencia de cada una de las sociedades implicadas en su respectivo sector.

2) Clasificación de la oferta:

La oferta de Acciona y Enel fue amistosa, lo que parece lógico, ya que a pesar de que únicamente se había formalizado un acuerdo de confidencialidad entre los oferentes y Endesa, Acciona y Enel eran accionistas mayoritarios de Endesa. En este sentido, el Informe del Consejo de Administración de Endesa fue favorable a la operación.

La presentación de la oferta era obligatoria, siguiendo lo dispuesto en el art.1 del RD 1197/1991.

Al igual que en el caso de la oferta presentada por E.ON, la oferta de Enel y Acciona tenía dimensión transfronteriza, ya que Enel era una sociedad de nacionalidad italiana, y por tanto estaba sujeta a un ordenamiento distinto al español.

Al presentarse sobre la totalidad de las acciones de Endesa, era una oferta total.

La eficacia de la oferta se condicionaba cuantitativamente, a la adquisición de un mínimo de 529.376.059 acciones de Endesa, lo que suponía más del 50% de su capital social. Como en el momento de presentación de la oferta, Acciona y Enel eran titulares de una participación conjunta representativa del 46,01% del capital de Endesa, se requería una aceptación equivalente al 3,991% de dicho capital social. Por otro lado, de igual forma que las otras dos ofertas lanzadas sobre las acciones de Endesa, el éxito de la operación quedaba asimismo supeditado a la aprobación por parte de la Junta General de Accionistas de Endesa, de la modificación de una serie de preceptos de los estatutos sociales de Endesa.

c) Cronología, análisis histórico de la operación a partir de la entrada en escena de OPAS competidoras.

En el año 2006 tuvieron lugar los siguientes hechos destacados:

El 20 de febrero E.ON lanzó su oferta competidora sobre Endesa.

Una vez que la OPA de Gas Natural fue suspendida el 21 de marzo por decisión judicial, ambas ofertas quedaron en suspenso.

El 4 de abril Endesa presentó el aval de 1.000 millones de euros que había sido exigido por el juez, como consecuencia de la paralización de la OPA de Gas Natural.

El 10 de noviembre E.ON presentó ante la CNMV el folleto completo de su oferta sobre Endesa. Seis días después, levantada la suspensión, la CNMV autorizó la OPA competidora.

Ya en el año 2007, la operación se desarrolló de la siguiente manera:

El periodo de aceptación de ambas ofertas se inició el 26 de enero, y se prolongaría inicialmente hasta el 26 de febrero. No obstante, el plazo se vio ampliado hasta el 29 de marzo, ya que el Consejo de Administración de Endesa convocó a su Junta General de Accionistas el 20 de marzo, para abordar la modificación estatutaria a la que se condicionaba el éxito de ambas operaciones.

El 2 de febrero era la fecha en la que ambas sociedades debían presentar en sobres cerrados su mejora de las condiciones de su oferta, sin embargo, un día antes Endesa desistió de su oferta, a la par que E.ON presentaba las nuevas condiciones de la propia, elevando el precio inicialmente ofrecido.

El día 6 de ese mismo mes, el Consejo de Administración de Endesa, emitió el preceptivo Informe acerca de la oferta de E.ON, valorándola favorablemente.

El 26 de marzo Acciona y Enel irrumpieron en el desarrollo de la operación empresarial, con la suscripción del “Acuerdo sobre acciones de Endesa”, por el que se comprometían a la formulación de una OPA conjunta sobre Endesa, en el plazo de treinta días hábiles desde el momento en el que fuese legalmente posible, sobre la totalidad del capital social de Endesa, en los términos y condiciones previstos en dicho documento, y a un precio no inferior a 41 euros. La CNMV reaccionó comunicando su intención de no autorizar dicha

Oferta hasta pasados seis meses de la liquidación de la OPA de la oferente alemana. La singular situación originada por la aparición de Acciona y Enel llevó a que la CNMV autorizase a E.ON a aumentar el precio de su oferta. De mejorar la contraprestación ofrecida, lo que de hecho ocurrió, el plazo de aceptación se prorrogaría hasta el 3 de abril.

Un día antes de la conclusión de dicho plazo, E.ON, Acciona y Enel celebraron un Acuerdo, que seguidamente remitirían a la CNMV, por el que, conscientes de las consecuencias que el enfrentamiento estaba suponiendo tanto como para la sociedad afectada y sus accionistas, como para los propios oferentes, claudicaban en sus posiciones iniciales. Para la adopción de dicho acuerdo fue determinante el compromiso de E.ON a “no renunciar a la condición a la que está sujeta su OPA en curso, dejando dicha oferta sin efecto si las aceptaciones recibidas no alcanzan la mayoría del capital social de Endesa, y a que salvo que la OPA de E.ON tenga éxito, a no adquirir acciones de Endesa ni realizar otro tipo de operaciones sobre las acciones de Endesa durante los próximos cuatro años”¹²¹.

El 3 de abril, concluyó el plazo de aceptación de la oferta de E.ON, que fue aceptada por 63.638.451 acciones, el equivalente a un 6,01 % del capital, por lo se saldó con un resultado negativo, al no alcanzar el límite mínimo fijado para su validez, (50 % del capital social), y no haber renunciado el oferente a dicha condición. De manera que, cumpliendo con lo previsto en el Acuerdo que acabamos de detallar, E.ON se retiró.

La salida de E.ON, dio vía libre a Acciona y Enel para formular su oferta, sin necesidad de esperar al citado plazo de 6 meses, fijado en un principio por la CNMV.

Parecía entonces que el desenlace de este largo proceso se comenzaba a visualizar. El 11 de abril Acciona y Enel presentaron su oferta sobre Endesa, cuyo folleto remitieron a la CNMV el 17 de julio.

La operación recibió la preceptiva autorización el 25 de julio de ese mismo mes, y el día 30, comenzó el periodo de aceptación, que se prolongaría hasta el 1 de octubre.

¹²¹E.ON, Zwölfte Verwaltungs. Escrito presentado ante la CNMV por el que se comunica el *Acuerdo sobre acciones de Endesa* [en línea], pp.1. Abril, 2007, Madrid.

<http://www.endesa.com/es/accionistas/inforegofic/Hechos%20relevantes%20y%20comunicados/A%C3%B1o%202007/2cEON_COMUNICA_ACUERDO.pdf> [Consulta: 21 abril 2016]

El 3 de agosto, el Consejo de Administración de Endesa dio el visto bueno a la operación, al expresar en su Informe que “maximiza el valor ofrecido a los accionistas de Endesa”¹²².

Finalmente, el 5 de octubre de 2007 se hizo público el resultado positivo de la operación, al ser aceptada por 587.601.643 acciones, (el equivalente a un 55% del capital social de Endesa).

c) OPA de Orange sobre Jazztel:

Introducción:

El negocio de las telecomunicaciones en España ha experimentado recientemente una actividad corporativa importante, que ha afectado prácticamente a la totalidad de las compañías del sector¹²³. El máximo exponente de esta actividad lo encontramos en la OPA lanzada por la francesa Orange sobre Jazztel, la oferta más destacable en nuestro país en el año 2015.

1) Descripción de la operación¹²⁴:

Elementos subjetivos de la oferta:

La sociedad afectada por la operación era Jazztel p.l.c, compañía del sector de las telecomunicaciones, con domicilio social en Londres, Reino Unido.

En la fecha de remisión del folleto explicativo de la operación, contaba con un capital social de 205.926.865,6 euros, dividido en 257.408.582 acciones, de 0,8 euros de valor nominal cada una de ellas, totalmente desembolsadas, y con idénticos derechos políticos y económicos. Las acciones de Jazztel estaban representadas mediante anotaciones en cuenta

¹²²Consejo de Administración de Endesa. *Informe del Consejo de Administración de Endesa, S.A. sobre la oferta pública de adquisición de acciones formulada conjuntamente por Acciona, S.A. y Enel Energy Europe S.r.L* [en línea]. Agosto, 2007, Madrid.

<<http://www.endesa.com/es/saladeprensa/noticias/InformeDelConsejoDeAdministracion>> [Consulta: 23 abril 2016]

¹²³Bolsa de Valores de Madrid. *Informe del Mercado de la Bolsa de Valores de Madrid, año 2015* [en línea]. 2015, Madrid. <<http://www.bolsasymercados.es/docs/avisos/InformeMercado2015.pdf>> [Consulta: 22 abril 2016]

¹²⁴Los datos recogidos en este apartado se han obtenido del folleto explicativo de la operación, remitido por Orange a la CNMV el 19 de mayo de 2015. Orange S.A. *Folleto explicativo de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Jazztel p.l.c.* [en línea]. Mayo, 2015, Madrid.

<<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={dabb0e2f-47f6-4039-ae09-15cc4b533a8e}>> [Consulta: 23 abril 2016]

y admitidas a negociación únicamente en las Bolsas de Valores españolas¹²⁵, donde formaban parte del IBEX 35.

Jazztel no contaba con otros instrumentos o valores admitidos a negociación en ningún otro mercado. No obstante, como consecuencia del Plan de Opciones 2013/2016 de la compañía, en la fecha de finalización del plazo de aceptación de la oferta, Jazztel había emitido 676.250 acciones, de manera que su capital social ascendía a 206.467.865,60 euros, fraccionado en 258.084.832 acciones, de 0,8 euros de valor nominal. Asimismo, en virtud de dicho Plan de Opciones y del Plan de Acciones 2013/2018, Jazztel podía emitir un número máximo de 5.660.000 acciones del mismo valor nominal, elevándose en ese caso su capital teórico a 263.744.832 acciones.

Por su parte, el oferente era Orange S.A., sociedad también perteneciente al sector de las comunicaciones, con domicilio social en París, Francia.

En el momento del lanzamiento de la oferta, operaba con un capital social de 10.595.541.532 euros, dividido en 2.648.885.383 acciones ordinarias, íntegramente desembolsadas, y negociadas en Euronext París, (Bolsa de Valores de París), así como en la Bolsa de Valores de Nueva York.

Elementos objetivos de la oferta:

La oferta se dirigía a la totalidad de acciones de Jazztel p.l.c emitidas en la fecha de finalización del plazo de aceptación de Jazztel, no existiendo en ese momento otros valores o instrumentos que pudieran dar, directamente o indirectamente, derecho a la suscripción o a la adquisición de acciones, y a los que debiera por tanto extenderse la oferta.

El folleto matizaba que las acciones entregadas debían estar libres de cargas, gravámenes y derechos de terceros, que limitasen el ejercicio de los derechos políticos o económicos de dichas valores o su libre transmisibilidad.

¹²⁵Al tener la sociedad afectada, domicilio social en Reino Unido, y la totalidad de sus acciones únicamente admitidas a negociación en las Bolsas de Valores españolas, de acuerdo con lo dispuesto en la Directiva de OPAs, y en el art. 1.3 del RD 1066/2007, eran aplicables las reglas contenidas en dicho Real Decreto, en cuanto a la contraprestación ofrecida, información sobre la decisión de presentar la oferta, contenido del folleto explicativo, difusión de la oferta, ofertas competidoras e Informe del Consejo de Administración. El resto de aspectos de la operación estaban sujetos a lo dispuesto en el “UK Takeover Code”, (Ley inglesa reguladora de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores).

Objetivo:

En el folleto se declaraba que la finalidad de la oferta no era otra sino la toma de control de Jazztel, lo que llevaría a su integración en el grupo de sociedades capitaneado por Orange.

La confluencia de estos dos negocios complementarios, supondría para Orange el alcance de una serie de sinergias, que permitirían un refuerzo de las inversiones, una considerable reducción de costes, y la ampliación de la cartera de clientes de la compañía, lo que se cuantificaba en aproximadamente 1.300 millones de euros. El oferente consideraba esta operación como el trampolín para convertirse en el segundo operador más importante en el mercado español de telecomunicaciones.

Orange declaró que su intención era que las acciones de Jazztel continuasen cotizando una vez liquidada la operación, excepto en el supuesto de que se diesen las condiciones¹²⁶ para la venta o compra forzosa de las acciones restantes, esto es, si la oferta fuese aceptada titulares de acciones que representen al menos el 90% del capital social emitido por Jazztel en la fecha de finalización del plazo de aceptación de la oferta, y en la fecha de liquidación de la oferta, Orange fuese titular de valores que representen al menos el 90% del capital con derecho a voto de la sociedad afectada. En ese caso, pretendía exigir la compraventa forzosa, lo que implicaría automáticamente, la exclusión de la negociación de las acciones de Jazztel.

Cronología, análisis histórico de la preparación y desarrollo de la oferta:

El proceso se dilató finalmente más de nueve meses, en lo que influyó, la preceptiva intervención de la CE, extremo que analizaremos al abordar las cuestiones relativas a la defensa de la competencia que se suscitaron en torno a la operación.

El desarrollo de la OPA dio comienzo en el año 2014 de la siguiente manera:

Los días 14 y 15 de septiembre, el Consejo de Administración de Orange acordó, por mayoría de los votos emitidos, la decisión de formular una oferta sobre las acciones de la compañía Jazztel. Ese mismo día 15, el oferente y los principales accionistas de Jazztel suscribieron una serie de compromisos irrevocables, al tiempo que la CNMV suspendía cautelarmente la cotización de las acciones de dicha compañía.

¹²⁶Esta cuestión la abordaremos al estudiar el resultado final de la operación.

Al día siguiente, Orange presentó ante la CNMV el anuncio previo de la oferta. Por su parte, el organismo levantó la suspensión de Jazztel.

Un mes después, Orange entregó la correspondiente solicitud de autorización, admitida a trámite por la CNMV el 30 de octubre.

Ya en el año 2015, el 30 de abril se alcanzaron acuerdos definitivos, esta vez con los beneficiarios del citado Plan de Acciones 2013/2018.

El 19 de mayo el oferente remitió la versión final del folleto explicativo de la operación, y una vez aprobada por la CE, la CNMV procedió a su autorización el día 26.

La compañía francesa fijó un plazo de aceptación que se prolongaría durante 28 días naturales, dando comienzo el 28 de mayo. No obstante, advirtió de la posibilidad de ampliar dicho plazo hasta un máximo de setenta días naturales, de acuerdo con lo dispuesto en el art. 23.2 del RD 1066/2007.

El día 2 de junio, el Consejo de Administración de Jazztel, p.l.c aprobó su Informe sobre la OPA, en el que valoraba positivamente la operación, atendiendo a los términos y condiciones de la misma, y principalmente a la contraprestación ofrecida.

2) Clasificación de la oferta:

La OPA de Orange sobre Jazztel fue una operación amistosa, esto es, pactada, por un lado con los accionistas de referencia de Jazztel, y por otro, con los beneficiarios del Plan de Acciones 2013/2018, a través de sendos compromisos irrevocables¹²⁷.

La oferta era total, al dirigirse como apuntábamos, a la generalidad del capital social emitido por Jazztel en el momento de finalización del plazo de aceptación.

Presentaba una dimensión transfronteriza, siendo en este caso el oferente una compañía francesa, y la sociedad afectada de nacionalidad británica, lo que influyó en la legislación aplicable a la operación.

¹²⁷Los primeros se orientaban a la adquisición y venta en la operación, de la participación directa e indirecta de dichos accionistas en Jazztel, que alcanzaba 38. 206. 536 acciones, esto es, el 14,804 % del capital social de la compañía. Por su parte, los Acuerdos con los beneficiarios del Plan de Acciones 2013/2018, se referían a adquisición y venta, al mismo precio que el de la Oferta, de un total de 3.285.000 acciones que resultarían de la ejecución de dicho Plan. La efectividad de este último Acuerdo se supeditaba a la obtención de un cambio de control en Jazztel, y a la aprobación de la emisión de esos valores, por el Consejo de Administración de la compañía.

La oferta estaba condicionada en un doble sentido. Por un lado, a su aceptación por accionistas titulares de al menos el 51,231 % del capital social de Jazztel al finalizar el plazo de aceptación. De modo que, en caso de no cumplirse dicha condición, y no renunciarse a la misma, quedaría sin efecto. Por otro lado, la efectividad del proyecto se supeditada a la obtención de la necesaria aprobación por parte de la autoridad de competencia.

Una vez analizados el alcance cuantitativo, y las condiciones a las que se sometía la operación, es posible afirmar el carácter voluntario de la misma, atendiendo a lo dispuesto en el “UK Takeover Code”, legislación de referencia sobre esta cuestión¹²⁸.

Finalmente, en cuanto a la previsión o no de la posibilidad de desistimiento de la operación, Orange advirtió en su folleto que podría desistir de la misma¹²⁹, en el supuesto de que la Junta de Accionistas de Jazztel llevase a cabo una conexión de sus actividades con la sociedad Yoigo, que afectase a todas o a parte de las operaciones de Jazztel y Yoigo, siempre que el oferente contase previamente con autorización de la CNMV.

3) Resultado de la oferta. Compraventa forzosa de acciones.

El 26 de junio de 2015, la CNMV comunicó el resultado positivo de la operación, aceptada por el 94,75% de los accionistas de Jazztel, titulares de 244.546.780 acciones, rebasándose así ampliamente el umbral del 50% del capital social fijado como condición al éxito de la oferta.

Al haber superado el total de aceptaciones el 90% del capital social de Jazztel, Orange comunicó a la CNMV, el mismo día que conoció el resultado de la OPA, tal y como había sido su intención, la decisión de ejercitar la venta forzosa de las acciones que no habían acudido a la oferta. De este modo, adquirió el restante 5,25% del capital social de Jazztel, al mismo precio que el de la oferta pública, y de acuerdo con el procedimiento previsto en la Ley de Sociedades inglesa de 2006.

¹²⁸En efecto, el art. 9.1 del “UK Takeover Code”, disponía que “no se requerirá una oferta obligatoria cuando el control de la sociedad afectada se adquiera como resultado de una oferta pública de adquisición de acciones voluntaria dirigida a todos los accionistas”. De manera que, no estaría obligada a lanzar posteriormente una OPA obligatoria, de ser aceptada por más de un 50% del capital social de Jazztel en la fecha de finalización del periodo de aceptación de la oferta, mientras que en caso de no alcanzar dicho cifra, si se hiciese con una participación de control del capital social igual o inferior al 50%, y renunciase a la condición, estaría obligada a realizar una oferta obligatoria.

¹²⁹Se acogía así a lo previsto en el art. 33.1.d) del RD 1066/2007. Este precepto únicamente era aplicable para supuestos de OPAs voluntarias, como la que venimos considerando.

Como ya se ha apuntado, la consecuencia más importante de esta decisión fue la exclusión de la negociación de dichas acciones, de manera que la última fase de esta operación se desarrollaba en agosto de 2015, cuando, previa suspensión de la cotización, el día 13 de agosto Jazztel dejó de ser después de quince años una sociedad cotizada.

4) Particularidades de la operación:

1. En materia de competencia:

La adquisición de Jazztel constituía una concentración de dimensión comunitaria, al encontrarse dentro del ámbito de aplicación del Reglamento comunitario de Concentraciones, contenido en su art.1¹³⁰.

Cumpliendo lo dispuesto en el art. 4 de la citada norma, el 16 de octubre de 2014, Orange notificó a la CE, su intención de adquirir el control de la compañía Jazztel, a través de una OPA.

Ante el temor manifestado por la Dirección General de la Competencia de la CE, en cuanto a la posibilidad de que la operación incrementase los precios de la telefonía fija en España, Orange hizo públicos una serie de compromisos, dirigidos a mitigar el eventual impacto negativo de la operación sobre la competencia. Concretamente, se comprometió a la celebración del denominado “Contrato de Compromiso” con un comprador, que implicaba por un lado, la transmisión de una red de fibra óptica hasta el hogar, (red FTTH), y por otro, el acceso mayorista a la red nacional de ADSL de Jazztel. Condicionada a la total implementación de estos compromisos, la CE aprobó la operación con fecha 19 de mayo de 2015.

2. Transcendencia de la operación:

La OPA sobre Jazztel se ha consolidado como la más relevante lanzada en España recientemente. Desde un punto de vista económico, fue la oferta que movilizó un mayor importe en el año 2015, ya que de los 4.500 millones de euros desembolsados en las nueve OPAs autorizadas en España en dicho periodo, aproximadamente 3.400 millones correspondieron a esta operación¹³¹

¹³⁰Reglamento (CE) n° 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas.

¹³¹Datos obtenidos de Bolsa de Valores de Madrid. op.cit.

2.3.2.3. *Análisis comparativo de las OPAs elegidas:*

Una vez estudiadas de manera individualizada, procedemos a examinar comparativamente algunos de los aspectos más definitorios de este tipo de operaciones, como son los relativos a la contraprestación y garantías de las ofertas, financiación de las mismas, y existencia o no de cláusulas o blindajes anti-OPA en los estatutos sociales de las sociedades afectadas.

a) *Contraprestación y garantías de las ofertas:*

a.1) *Contraprestación ofrecida:*

La mayoría de operaciones realizadas en el mercado de OPAs español han utilizado como forma de contraprestación el pago de un precio en efectivo, frente a otras alternativas como la permuta o canje de acciones, o fórmulas de tipo mixto, que si bien estaban contempladas por la normativa vigente en cada una de las etapas, su empleo quedó relegado a un segundo plano.

A pesar del innegable predominio del pago en metálico, en nuestro estudio nos encontramos con que dos de las cinco OPAs analizadas¹³², las frustradas ofertas del Banco de Bilbao sobre Banesto y de Gas Natural sobre Endesa, optaron por la fórmula mixta, ofreciendo parte de la contraprestación en efectivo y parte en acciones.

Concretamente, el Banco de Bilbao prometía, por cada diez acciones de Banesto, el canje de seis acciones nuevas y una antigua, más el pago de 15.000 pesetas en metálico. El oferente se decantó por esta forma de contraprestación ya que a su juicio, la importancia económica de la operación hacía que resultase inapropiada la fórmula de la retribución exclusivamente mediante entrega de acciones antiguas o retribución en efectivo¹³³.

Sin embargo, el ofrecimiento de acciones aún no emitidas fue, como se apuntó, uno de los argumentos esgrimidos por la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid, para denegar la tramitación de la OPA, al tratarse de una configuración adelantada a los esquemas de la autoridad bursátil de aquellos momentos.¹³⁴

En una época bastante más avanzada, Gas Natural recurrió asimismo a la fórmula mixta, ofreciendo 21,3 euros por título, de los cuales únicamente pagaría en efectivo el 34,5 %, esto es, 7,34 euros, (aunque finalmente la suma en efectivo se reduciría a 5,983 euros, como

¹³²En este apartado también serán tenidas en cuenta las OPAs competidoras lanzadas sobre Endesa por E.ON, y Acciona y Enel.

¹³³BANCO DE BILBAO. op.cit., pp. 11

¹³⁴VELASCO KINDELAN, Jaime. op.cit.

consecuencia del abono de un dividendo complementario a los accionistas de Endesa). El resto del precio se materializaría en acciones propias, en la proporción 0,569 acciones de nueva emisión de Gas Natural, por cada una de Endesa. Como puede observarse, si bien en este supuesto el canje de acciones también implicaba la emisión de nuevos títulos por el oferente, el avance de la regulación en materia de OPAs, respecto al prematuro momento en el que fue lanzada la oferta del Banco de Bilbao, y la competencia respecto a la autorización en manos ya de la CNMV, hicieron que lógicamente esta fórmula ya no plantease los problemas a los que daba lugar en 1987.

En cuanto a la cifra en sí, a pesar de suponer una prima del 14,8% respecto del precio de las acciones de Endesa en el momento inmediatamente anterior al lanzamiento de la oferta, y del 19,4 % sobre su cotización media de los seis meses anteriores a la fecha de lanzamiento de la oferta, el Consejo de Administración de Endesa la calificó de insuficiente, al situarse las cotizaciones de la sociedad afectada, en marzo de 2006, por encima de los 28 euros, lo que suponía un 27% más que la cantidad ofrecida¹³⁵.

El precio de Gas Natural fue mejorado por dos ofertas competidoras, la OPA de E.ON, y la oferta de Acciona y Enel. En estos dos casos, al igual que en la OPA de Orange sobre Jazztel, la contraprestación ofrecida se pagaría íntegramente en efectivo, ya que según apunta Sánchez Palacín¹³⁶, cuando el oferente es extranjero, resulta más sencilla la retribución en dinero.

En cuanto a las sumas propuestas, en el folleto explicativo de la oferta de E.ON se recogía una contraprestación de 25,405 euros por acción, y se informaba del aumento de dicha cifra hasta al menos 35 euros, en el momento en el que se produjese una mejora por parte de Gas Natural. Una vez que el oferente español desistió de su oferta el 1 de febrero de 2007, E.ON presentó las nuevas condiciones de la propia, anunciando un incremento del precio hasta los 38,75 euros. La especial situación creada con la aparición de un nuevo oferente, hizo que la CNMV autorizase a E.ON a mejorar su precio, finalmente fijado en 40 euros, por tanto inferior a los 40,16 euros ofrecidos por la oferta de Enel y Acciona.

¹³⁵Dato obtenido del Informe del Consejo de Administración de Endesa sobre la OPA de Gas Natural: Consejo de Administración de Endesa. “Informe del Consejo de Administración de Endesa, S.A. sobre la oferta pública de adquisición de acciones formulada por Gas Natural” [en línea]. Marzo, 2006, Madrid. <<http://www.endesa.com/es/saladeprensa/noticias/InformeConsejoEndesaSobreOpaDeGasNatural>> [Consulta: 27 abril 2016]

¹³⁶PALACÍN SÁNCHEZ, María José. op.cit. pp. 72-80.

Por su parte, la oferta de Orange sobre Jazztel prometía 13 euros por acción, lo que suponía una prima del 34% respecto a los 9,71 euros en los que se situaba la cotización media ponderada de los 30 días anteriores a la fecha de publicación de la oferta. Cabe apuntar que, al tratarse de una oferta de carácter voluntario, Orange no estaba obligada a cumplir con las exigencias de precio equitativo contenidas en el RD 1066/2007, que resultaba aplicable a este extremo de la operación.

a.2) Garantías de las ofertas:

Siguiendo con la reflexión planteada en la primera parte de este estudio, en la práctica totalidad de las OPAs autorizadas, la garantía del pago de la retribución propuesta en la oferta consiste en un aval de una entidad de crédito, por el importe total de dicha contraprestación, (posibilidad que ha estado prevista en las distintas normativas de OPAs vigentes en España desde la primera regulación). Tal y como se apuntó, esta preferencia, frente a la alternativa de constitución de un depósito en una entidad de crédito, (en los casos en los que al menos parcialmente la contraprestación sea en dinero), se explica por la ventaja que supone para las sociedades oferentes evitar la inmovilización o el desembolso de las importantes cantidades de dinero que se manejan en este tipo de operaciones. De tal forma, las OPAs lanzadas sobre Endesa, y la oferta de Orange sobre Jazztel, siguieron esta tendencia general, y los oferentes presentaron ante la CNMV avales bancarios correspondientes a las contraprestaciones ofrecidas en cada caso.

En el caso de la OPA de Gas Natural sobre Endesa, el oferente únicamente estaba obligado a presentar una garantía por la parte de la contraprestación en efectivo, ya que el art. 11.4 del RD 1197/ 1991 no exigía la constitución de caución por la retribución materializada en acciones de nueva emisión.

Mención aparte requiere en este punto la OPA del Banco de Bilbao sobre Banesto. En efecto, junto con el asunto de la contraprestación, la cuestión de la garantía ofrecida fue la segunda razón de peso alegada por la autoridad encargada de autorizar la tramitación de la operación para su denegación. En un primer momento, el oferente trató de garantizar la oferta con el compromiso de todo su patrimonio y solvencia financiera, lo que lo que a su juicio constituía una garantía de igual valor y eficacia a las previstas en el art. 9 del RD 279/1984¹³⁷. Tras el requerimiento de la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid de que se ajustase a alguna de las modalidades contenidas en dicho precepto, el Banco de Bilbao

¹³⁷BANCO DE BILBAO. op.cit. De acuerdo con el art. 9 del RD 279/1984, la garantía podía constituirse “en efectivo, fondos públicos, títulos-valores, o aval bancario”.

remitió certificación de la constitución de una serie de depósitos de títulos antiguos de la entidad, así como de un depósito de títulos-valores de renta fija y variable.

Sin embargo, la autoridad competente rechazó la validez de estas garantías, al no haberse aportado la relación de declaraciones de los particulares que consentían voluntariamente afectar sus acciones antiguas o valores en garantía de la OPA.

b) Financiación de las operaciones¹³⁸:

Teniendo en cuenta que la OPA sobre Endesa se realizó finalmente por aproximadamente 22.957 millones de euros¹³⁹, y la oferta sobre Jazztel por unos 3.400 millones de euros, no sorprende que la financiación de la adquisición de estas sociedades sea uno de los aspectos más detallados en los folletos de adquisición remitidos por los oferentes.

En el caso de la financiación de las OPAs lanzadas por Endesa, Gas Natural desarrollaba en su folleto lo relativo a la suscripción de un contrato denominado “Credit Facilities Agreement”, esto es, un crédito bancario sindicado otorgado por tres entidades financieras, entre las que se encontraba su accionista de referencia, La Caixa, por un importe máximo de 7.805.972.314 euros, lo que correspondía a la totalidad de la contraprestación ofrecida en efectivo. No obstante, el Consejo de Administración de Endesa advirtió de que el escaso efectivo necesario para pagar a quienes vendiesen sus títulos a Gas Natural, iba a ser obtenido por el oferente a partir de la venta de instalaciones a Iberdrola, en virtud del contrato de desinversión que ambas compañías habían celebrado¹⁴⁰. Por su parte, E.ON también recogió en su folleto la celebración de un contrato de crédito con una sindicación de bancos, en este caso por 32.000 millones de euros, que tuvo que ser renegociado como consecuencia del incremento del precio inicialmente ofrecido. Tal y como apuntamos, al ser el oferente “E.ON 12”, E.ON señaló su intención de proporcionar a “E.ON 12” los fondos del contrato de crédito, así como aquellos que resultasen necesarios, a través de préstamos intra grupo o desembolsos de capital. Acciona y Enel celebraron asimismo sendos contratos de crédito sindicados, llegando a conseguir el apoyo financiero de hasta doce entidades de crédito.

¹³⁸ No se han encontrado datos relativos a la financiación de la OPA lanzada sobre Banesto.

¹³⁹ Datos obtenidos del Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación, año 2007: CNMV. *Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación* [en línea], pp.64. 2007, Madrid. <<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2007.pdf>> [Consulta: 21 abril 2016]

¹⁴⁰ FERNÁNDEZ, Pedro María. op.cit.

La adquisición de Jazztel se financió de distinta manera, (debido también a su menor entidad), a través de fondos de los que disponía el oferente, y de la emisión, el 1 de octubre de 2014, de obligaciones subordinadas perpetuas híbridas, por un importe de tres millones de euros.

c) Cláusulas o blindajes anti-OPA en los estatutos sociales de las sociedades afectadas:

De las tres sociedades opadas sometidas a estudio, únicamente Endesa contenía en sus estatutos sociales una serie de cláusulas dirigidas a dificultar la formulación de una OPA sobre la misma, quizá debido a que como apuntamos, la primera oferta a la que se vio sometida no fue inesperada. En el caso de Banesto, parece lógico que no hubiese incorporado este tipo de previsiones en sus normas sociales, ya que el mundo empresarial español de 1987 no se planteaba la posibilidad de que se formularan este tipo de operaciones.

Volviendo a las OPAS sobre Endesa, los arts. 32, 37, 38 y 42 de sus estatutos sociales incorporaban, respectivamente, una limitación sobre el ejercicio de los derechos de voto de los titulares de acciones a un máximo del 10 %, independientemente de la participación, requisitos relativos a la composición del Consejo de Administración, y una serie de exigencias para poder formar parte del Consejo de Administración o ser designado Consejero Delegado. Conscientes de estas limitaciones, los tres oferentes condicionaron la eficacia de sus ofertas a la modificación de dichos preceptos por parte de la Junta General de Accionistas de Endesa, que como vimos, fue convocada para tal fin el 20 de marzo de 2007.

3. CONCLUSIONES:

Este estudio ha tratado de ofrecer una visión panorámica de las Ofertas Públicas de Adquisición de valores, centrándose en primer lugar en un enfoque teórico, y, en segundo lugar, estudiando su aplicación práctica en los casos del Banco de Bilbao sobre el Banco Español de Crédito, de Gas Natural sobre Endesa y de Orange sobre Jazztel. Este trabajo ha permitido arrojar luz sobre dichas cuestiones y establecer las siguientes conclusiones:

1.- En la parte teórica hemos comprobado cómo ha evolucionado la normativa en materia de OPAs en España desde las primeras regulaciones. De tal forma, se ha pasado por dos etapas separadas por la aprobación de la Ley 6/2007, que supuso la adaptación de la normativa a las exigencias comunitarias. En este sentido, el régimen ha dejado de ser de OPA a priori y parcial, y en la actualidad se caracteriza por las notas de obligatoriedad y OPA a posteriori y total.

2.- En cuanto a los principales aspectos de estas operaciones societarias, en el estudio se ha partido de una primera clasificación para centrarnos posteriormente en el análisis de la OPA obligatoria, en la que nos encontrábamos cuando el oferente alcanzaba un umbral de control, fijado por la propia normativa, que podía ser tanto cuantitativo como cualitativo.

3.- La importancia de estas operaciones hace que deban someterse a un procedimiento reglado que hemos dividido en tres fases diferenciadas: Preparación, desarrollo y resultado de la OPA.

4.- El proceso se iniciaba con el anuncio de la oferta por la sociedad oferente, al que seguía la remisión del folleto explicativo a la CNMV, para que autorizase la operación. La obligación de elaboración del folleto evidencia que la información es un pilar fundamental en la regulación de las OPAs.

5.- Una vez que se hacía público el folleto, pasábamos a la fase de desarrollo de la operación, en la que se detallaban las actuaciones que debían llevar a cabo tanto la sociedad oferente como la sociedad afectada. En cuanto a las obligaciones del oferente, nos centramos principalmente en lo relativo a la contraprestación (que puede dar lugar a la aparición de OPAs competidoras) y garantías de la oferta. Tal y como se apuntó, a pesar de las posibilidades que ofrece la normativa, en la mayoría de estas operaciones la contraprestación se realiza en efectivo, ya que ésta es la opción que rige en la oferta obligatoria (supuesto en el que debe ofrecerse un “precio equitativo”). Con las garantías

sucedía algo parecido, en cuanto a que la normativa contiene más de una posibilidad, pero de hecho en la práctica totalidad de los casos la operación se garantiza a través de un aval de una entidad de crédito. Además, la oferta se caracterizaba por su irrevocabilidad desde el momento de su anuncio. Por el lado de la sociedad afectada, encontrábamos como principal obligación el deber de pasividad de los administradores frente a la OPA, que se configuraba para evitar que con sus actuaciones (medidas preventivas, que podían ser neutralizadas, y defensivas) se impidiese al oferente alcanzar su objetivo y a los accionistas participar en la llamada “prima de control”. Por su parte, los accionistas de la sociedad afectada intervenían voluntariamente en la operación mediante la aceptación de la oferta.

6.- Ya en la última fase, se publicaba el resultado de la oferta, que de ser positivo conllevaba la liquidación de la operación, y de cumplirse las condiciones previstas en la normativa, se activaba la compraventa forzosa de acciones.

7.- La parte práctica la iniciamos con la exposición de las razones en las que se basaba la elección de esas tres OPAs y no otras para ilustrar lo que ha venido ocurriendo en el mercado español de estas operaciones. En definitiva, porque cada una de ellas se ubicaba en distintas etapas legislativas, lo que ha permitido comprobar cómo han influido los cambios normativos en el desarrollo de las OPAs, y porque las sociedades afectadas pertenecían a sectores diferentes.

8.- El análisis daba comienzo con la OPA del Banco de Bilbao sobre Banesto, lanzada en una época prematura (ni siquiera existía la CNMV), prácticamente prelegislativa en España en materia de OPAs, lo que de hecho influyó negativamente en el éxito de la operación.

9.- La normalización de estas operaciones en la realidad española tuvo que esperar hasta los noventa, etapa más prolífera hasta la fecha en el mercado español de OPAs. No obstante, la siguiente elección databa de 2005, ya que este estudio no podía obviar la batalla política empresarial en la que se convirtió el control de la eléctrica Endesa. De tal forma, no nos limitamos al análisis de la primera de las ofertas, la de Gas Natural, sino que la referencia a sus dos OPAs competidoras era obligatoria, ya que de hecho fue una de ellas, la de Enel y Acciona, la que salió victoriosa.

10.- Coincidiendo con la entrada en vigor de la Ley 6/2007 y del RDOPAS, asistimos al estallido de la crisis económica y financiera internacional, que tuvo consecuencias importantes en el número de OPAs lanzadas en España entre 2008 y 2015. La recuperación parece haber dado comienzo en ese último año, momento en el que Orange lanzó su OPA

sobre Jazztel, la oferta más destacable en nuestro país en ese periodo, que sigue la línea de la creciente actividad corporativa que ha venido desarrollándose recientemente en el sector de las telecomunicaciones.

11.- El estudio concluye con el análisis comparativo de las tres OPAs seleccionadas, en relación a la contraprestación y garantías ofrecidas, la forma de financiación de las mismas, y la existencia o no de cláusulas anti-OPA en sus estatutos sociales. En cuanto a la contraprestación, a pesar del predominio de la fórmula de pago en dinero, encontramos ejemplos en los que se acudía a la fórmula mixta. Las garantías presentadas fueron, tal y como se apuntó anteriormente, avales bancarios (excepto en el caso de la OPA del Banco de Bilbao sobre Banesto). Por último mencionar que Endesa era la única de las sociedades afectadas analizadas que contenía cláusulas anti-OPA en sus estatutos, a cuya supresión se condicionó la eficacia de las tres ofertas lanzadas sobre dicha sociedad.

4. BIBLIOGRAFÍA:

Acciona, S.A. y Enel Energy Europe, S.r.l. *Folleto explicativo y anexos. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Endesa, S.A* [en línea]. Julio, 2007, Madrid.

<<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={69a818d7-3415-482d-b330-2231626af17a}>> [Consulta: 17 abril, 2016]

ARRIOLA PALOMARES, Joaquín. *La banca en España* [en línea].

<<http://www.ehu.es/Jarriola/Docencia/EcoEsp/la%20banca%20en%20Espain>> [Consulta: 31 marzo 2016]

Audiencia Nacional, Sala de lo Contencioso. *Auto de 10 de noviembre de 2005. N° de recurso 461/2005.*

BANCO DE BILBAO. *La OPA del Banco de Bilbao. Documentos y dictámenes jurídicos.* Madrid: Banco de Bilbao, 1987.

Bolsa de Valores de Madrid. *Informe del Mercado de la Bolsa de Valores de Madrid, año 2015* [en línea]. 2015, Madrid.

<<http://www.bolsasymercados.es/docs/avisos/InformeMercado2015.pdf>> [Consulta: 22 abril 2016]

BROSETA PONT, Manuel. *Manual de Derecho Mercantil.* Madrid: Tecnos, 2015.

CNMV. *Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación* [en línea], 2005, Madrid.

<<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/Ianual2005.pdf>> [Consulta: 21 marzo 2016]

CNMV. *Informe anual de la CNMV sobre los mercados de valores y su actuación* [en línea], 2007, Madrid.

<http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/ianual2007.pdf> [Consulta: 21 abril 2016]

Consejo de Administración de Endesa. *Informe del Consejo de Administración de Endesa, S.A. sobre la oferta pública de adquisición de acciones formulada conjuntamente por Acciona, S.A. y Enel Energy Europe S.r.L* [en línea]. Agosto, 2007, Madrid.

<<http://www.endesa.com/es/saladeprensa/noticias/InformeDelConsejoDeAdministracion>> [Consulta: 23 abril 2016]

DEL GUAYO CASTIELLA, I.; LÓPEZ MILLA, J.; HANCHER, L. *Competencia y regulación. Un análisis de la OPA de GAS NATURAL sobre ENDESA.* Madrid: Dilex, 2006

E.ON, Zwölfte Verwaltungs. Escrito presentado ante la CNMV por el que se comunica el *Acuerdo sobre acciones de Endesa* [en línea], pp.1. Abril, 2007, Madrid.

<http://www.endesa.com/es/accionistas/infogofic/Hechos%20relevantes%20y%20comunicados/A%C3%B1o%202007/2cEON_COMUNICA_ACUERDO.pdf> [Consulta: 21 abril 2016]

E.ON Zwölfte Verwaltung. *Folleto explicativo y anexos. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Endesa, S.A.* [en línea]. Noviembre, 2006, Madrid.
<<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={d1ed2d5b-3d10-46e2-a1e7-d1709a521a29}>> [Consulta: 12 abril, 2016]

FERNÁNDEZ, Pedro María. “Gas para encender la luz” [en línea]. *Escritura pública*. No. 37 (2006), pp. 52,53.
<http://www.notariado.org/liferay/c/document_library/get_file?folderId=12092&name=DLFE-11120.pdf> [Consulta: 1 abril 2016]

GARAY, Iñaki. “El difícil camino de la OPA sobre Endesa” [en línea]. *Escritura pública*. No. 37 (2006), pp. 52,53.
<http://www.notariado.org/liferay/c/document_library/get_file?folderId=12092&name=DLFE-11120.pdf> [Consulta: 1 abril 2016]

GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *La OPA obligatoria*. Madrid: Ed Civitas, 1996.

GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. “¿Cabe formular una OPA bajo una condición?”. *La Ley Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía*, núm. 4, 2000, pp. 2691 y ss.

GARCÍA DE ENTERRÍA J.; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J. (Coords.) *La regulación de las OPAS. Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio*. Madrid: Ed. Civitas, 2009.

Gas Natural SDG, S.A. *Folleto explicativo y anexos. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Endesa, S.A.* [en línea]. Febrero, 2006, Madrid.
<<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={9025f412-3d90-47a4-9bda-606cb40fa44e}>> [Consulta: 20 marzo 2016]

JIMÉNEZ-BLANCO CARRILLO DE ALBORNOZ, Antonio (Dir.) *Derecho de la regulación. Mercado de Valores*. Madrid: Iustel, 2009.

JUSTE MENCIA, 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.

MARTÍN Y PÉREZ DE NANCLARES, José. “El papel ineludible del Gobierno en la OPA” [en línea]. *Diario del Derecho*. 25 de enero 2006, RI §1014780(2006).
<[Orange S.A. *Folleto explicativo de la Oferta Pública de Adquisición de Acciones de Jazztel p.l.c.* \[en línea\]. Mayo, 2015, Madrid.
<<http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={dabb0e2f-47f6-4039-ae09-15cc4b533a8e}>> \[Consulta: 23 abril 2016\]](http://www.iustel.com/diario_del_derecho/noticia.asp?ref_iustel=1014780&titulo=EL%20PAPEL%20INELUDIBLE%20DEL%20GOBIERNO%20EN%20LA%20OPA%20por%20Jos%20E9%20Mart%20EDn%20y%20P%20E9re%20de%20Nanclares&texto=> [Consulta: 8 abril 2016]</p></div><div data-bbox=)

PALACÍN SÁNCHEZ, María José. “Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-2002)” [en línea]. *Revista de Bolsa de Madrid*. No. 127(2004). pp. 72-80
<<http://www.bolsasymercados.es/esp/publicacion/revista/2004/02/p72-80.pdf>> [Consulta: 27 marzo 2016]

SÁNCHEZ ANDRÉS, Aníbal. “Teología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española”. *Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*. Madrid: Civitas, 2008

SÁNCHEZ CALERO, Fernando. *Ofertas Públicas de Adquisición de acciones*. Pamplona: Thomson Reuters, 2009.

SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, Juan. “La armonización disgregante: La Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas” [en línea]. *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil. No.3 (2006)*.
<<http://eprints.sim.ucm.es/5624/1/sancalero.pdf>> [Consulta: 7 marzo 2016]

SÁNCHEZ GUTIÉRREZ, Matilde. “Comentario a la resolución de la Comisión Nacional de la Energía, de 8 de noviembre de 2005, relativa al otorgamiento de autorización de la OPA lanzada por Gas Natural sobre Endesa y de la operación de reestructuración societaria de Gas Natural” [en línea]. *Revista General de Derecho Administrativo. No. 11 (2006)*, pp. 41.
<[file:///C:/Users/Usuario/Downloads/405025%20\(1\).pdf](file:///C:/Users/Usuario/Downloads/405025%20(1).pdf)> [Consulta: 17 marzo 2016]

TAPIA HERMIDA, Alberto Javier. “El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS) en la Unión Europea y en España” [en línea]. *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil. No. 20 (2008)*.
<<http://www.ucm.es/eprints>> [Consulta: 15 marzo 2016]

VELASCO KINDELAN, Jaime. *Emilio Botín y el Banco Santander: Historia de una ambición*. Barcelona: Conecta, 2014.