



---

# **Universidad de Valladolid**

## **Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales**

**Trabajo de Fin de Grado**

**Grado en Derecho y ADE**

**OPAs: Regulación, práctica y  
mecanismos de defensa**

Presentado por:

***Álvaro Ballesteros González***

Tutelado por:

***Luis Ángel Sánchez Pachón***

*Valladolid, 27 de marzo de 2023*

## Índice de contenidos

<b>1.</b>	<b>RESUMEN.....</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>5</b>
<b>3.</b>	<b>METODOLOGÍA.....</b>	<b>7</b>
<b>4.</b>	<b>CLASES DE OPERACIONES PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPAS)...</b>	<b>7</b>
<b>5.</b>	<b>REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN .....</b>	<b>9</b>
	5.1. Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en la Unión Europea ...	9
	5.2. Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en España.....	12
<b>6.</b>	<b>LA OPA OBLIGATORIA POR TOMA DE CONTROL.....</b>	<b>15</b>
	6.1. Las maneras de adquirir el control de una sociedad cotizada .....	15
	6.2. Impacto en el cómputo de los derechos de voto: el problema de las acciones de lealtad.....	17
	6.2.1. Las acciones de lealtad.....	17
	6.2.2. Impacto en el cómputo de los derechos de voto.....	19
	6.3. El precio equitativo .....	20
	6.4. Métodos de valoración .....	22
<b>7.</b>	<b>LAS CLÁUSULAS DE BLINDAJE O ANTI-OPA.....</b>	<b>25</b>
	7.1. Limitaciones legales a las cláusulas anti-OPA.....	25
	7.2. Polémica doctrinal: argumentos a favor y en contra .....	28
	7.3. Disposiciones legales que impiden las OPAs: la llamada «Ley anti-OPAs» .....	30
<b>8.</b>	<b>LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES EN LA REALIDAD ESPAÑOLA .....</b>	<b>32</b>
	8.1. OPA de Orange sobre Jazztel .....	33
	8.1.1. Elementos subjetivos.....	33
	8.1.2. Finalidad y aspectos más relevantes .....	35
	8.2. OPA de MFE-MEDIAFOREUROPE sobre Mediaset.....	38
	8.2.1. Elementos subjetivos.....	38
	8.2.2. Finalidad y aspectos más relevantes .....	39
	8.3. OPA de Siemens Energy sobre Siemens Gamesa.....	41
	8.3.1. Elementos subjetivos.....	41
	8.3.2. Finalidad y aspectos más relevantes .....	42
<b>8.</b>	<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>46</b>
<b>10.</b>	<b>BIBLIOGRAFÍA .....</b>	<b>48</b>

## 1. RESUMEN

En el presente trabajo se analizan las ofertas públicas de adquisición, desde diferentes perspectivas. Por un lado, se desarrolla la regulación, tanto a nivel europeo como nacional, partiendo de la influencia del *City Code on Takeovers and Mergers* del Reino Unido, hasta llegar a la reciente Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, explicando las etapas intermedias. Se analizan las distintas maneras de alcanzar el control de una sociedad, así como el precio al que debe formularse la operación. Por otro lado, se explican los mecanismos de defensa que pueden utilizar los accionistas de la sociedad afectada para obstaculizar la operación, a través de las cláusulas de blindaje, valorando los argumentos a favor y en contra de estas. Finalmente, se abordan tres importantes operaciones públicas de adquisición de acciones, de distintos sectores y tipos. Para ello, se describen los elementos subjetivos, así como las finalidades perseguidas y los aspectos más relevantes.

**Palabras clave:** OPA, toma de control, precio equitativo, blindaje.

**Clasificación JEL:** K22, G15, G34.

## ABSTRACT

This paper analyzes takeover bids from different perspectives. On the one hand, the regulation is developed, both at European and national level, starting from the influence of the City Code on Takeovers and Mergers of the United Kingdom, up to the recent Law 6/2023, of March 17, on Securities Markets and Investment Services, explaining the intermediate stages. The different ways of achieving control of a company are analyzed, as well as the price at which the operation must be formulated. On the other hand, the defense mechanisms that may be used by the shareholders of the affected company to hinder the operation are explained, through the shield clauses, evaluating the arguments for and against them. Finally, three important public takeover bids of different sectors and types, are discussed. For this purpose, the subjective elements are described, as well as the purposes pursued and the most relevant aspects.

**Keywords:** Takeover bid, take of control, equitable price, defenses.

**JEL Classification:** K22, G15, G34.

## 2. INTRODUCCIÓN

Los mercados de valores, al igual que sucede con las compañías privadas, permiten que las empresas que los conforman sean controladas por diferentes personas físicas o jurídicas. Esto se ve favorecido por la naturaleza abierta de estas empresas, lo que ofrece la posibilidad de contratar públicamente sus acciones y facilita aún más el proceso de cambio de control<sup>1</sup>.

Una Operación Pública de Adquisición (OPA) es una operación por la que una o varias personas físicas o jurídicas ofrecen a todos los accionistas de una sociedad cotizada la compra de sus acciones, así como de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio, que puede ser en efectivo, en acciones, o mixto<sup>2</sup>. Las OPAs tienen importantes consecuencias para la sociedad y los accionistas, y afectan al Derecho de la Competencia, aparte de al Derecho Mercantil, como se apuntará.

El trabajo comienza con una perspectiva teórica, describiendo los antecedentes del régimen actual. Ya en la década de 1970 se promulga el llamado *Takeover Code* en Reino Unido, cuando apenas había normas referidas a las OPAs.

El tránsito hasta lograr la armonización fue arduo, dado que había notables discrepancias en cuestiones de capital importancia, tales como la obligatoriedad de las OPAs o los mecanismos de defensa de los accionistas frente a las mismas. Finalmente, y tras varios intentos fallidos, se aprobó la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, que estableció un campo de juego común, y que fue transpuesta mediante la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y su desarrollo en el Real Decreto 1197/1991. Esta armonización supuso un avance decisivo para

---

<sup>1</sup> Sánchez-Calero, J. (2010): «El misterio de las OPAs: Realidad, doctrina y regulación», en González Castilla *et al.*, *Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo*, Universidad de Valencia, Valencia, p. 16.

<sup>2</sup> CNMV (2022): «Las OPAs. Qué son y cómo actuar». Disponible en [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO\\_OPA.PDF](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF) [consulta: 10/02/2023].

lograr la unión de capitales en la Unión Europea, lo que da una pista de la trascendencia de las OPAs.

Posteriormente, las directrices europeas se plasmaron en el Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, que introdujo un sistema *a posteriori*.

Por último, a fecha de realización del trabajo, acaba de aprobarse la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, sin que aún haya reglamentos de desarrollo. Si bien no supone una revisión profunda del régimen hasta ahora vigente, sí que ha introducido algunas modificaciones, que serán analizadas.

Como añadido, se ha incluido una parte práctica, justificada por el enorme interés de las operaciones seleccionadas, tanto por su dimensión como por la pertenencia a diferentes sectores y etapas. Se describen los protagonistas de cada operación, así como los hitos fundamentales de cada OPA, su impacto, los objetivos perseguidos, las particularidades que las hacen destacables, etc. La parte práctica, sin duda, ha sido trascendental para determinar la elección del tema, pues permite evitar la mera repetición de preceptos, dando un carácter más ameno y dinámico al trabajo.

Además, ni las OPAs ni los mecanismos de defensa frente a ellas están exentas de polémica. La gran mayoría de la doctrina se posiciona a favor o en contra, esgrimiendo argumentos que las apoyan o critican. En el trabajo, se exponen las principales posturas de los juristas de más renombre, a nivel nacional e internacional. También se entra a valorar la discutible pertinencia de la injerencia del Gobierno en la materia, a través de la explicación del caso CELSA.

Finalmente, cabe destacar que el objetivo del presente trabajo es estudiar todo lo anteriormente mencionado, de manera que se aporte una visión general del panorama actual y de las cuestiones más candentes, así como del contexto histórico que ha determinado la regulación vigente. Por otra parte, se pretende comprender el funcionamiento de una OPA en la práctica, con las diferentes aristas que encierra.

### **3. METODOLOGÍA**

El presente trabajo se ha realizado mediante la consulta de diferentes fuentes. Por un lado, se ha analizado la legislación, tanto vigente como derogada. Por otro, se ha observado la doctrina nacional y extranjera más destacada, publicada en manuales y revistas jurídicas de reconocido prestigio, además de en diversas bases jurídicas. Se ha incidido en contrastar opiniones discrepantes acerca del tema planteado, intentando estar libres de sesgos y ofrecer una visión crítica.

Complementariamente, se ha acudido a guías y publicaciones de los despachos de abogados e instituciones más relevantes de nuestro país. De esta manera, se ha procurado tener una visión holística de las Operaciones Públicas de Adquisición de Acciones.

Como añadido, se han consultado y tenido en cuenta documentos e informes de organismos oficiales, así como de asociaciones profesionales o científicas de ámbito legal y financiero. Asimismo, se ha recurrido frecuentemente a los folletos explicativos de las Operaciones Públicas de Adquisición de Acciones que se tratan en el trabajo.

Por último, el autor ha acudido con asiduidad a su tutor que, con sus correcciones y sugerencias, ha contribuido decisivamente a perfilar el trabajo.

### **4. CLASES DE OPERACIONES PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN (OPAS)**

Hay que comenzar diciendo que no hay un criterio universal de clasificación de OPAs. Sin embargo, hay algunas diferencias en función de a qué tipo de empresa se dirigen, o de la contraprestación satisfecha, o atendiendo a si hay o no oposición de los administradores de la sociedad afectada<sup>3</sup>.

---

<sup>3</sup> Juste Mencía, J., Recalde Castells, A. (2010): *Derecho de OPAs: Estudio Sistemático del régimen de Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español*. Editorial Tirant lo Blanch, Valencia, pp. 27-28.

Por tanto, una primera distinción es si la OPA se dirige a una sociedad cotizada o a cualquier otra sociedad anónima. El Derecho de OPAs, tanto en España como en la mayoría del resto de Europa, solo se ocupa de las operaciones dirigidas a adquirir acciones cotizadas.

Otra clasificación posible es aquella que diferencia las OPAs pagadas en dinero, frente a las que tienen como precio valores o dinero y valores.

Un criterio muy relevante es el que contrapone OPAs obligatorias y voluntarias. Como se detallará posteriormente, el régimen legal actual obliga a lanzar una OPA cuando un accionista ha pasado a controlar la sociedad. Igualmente, en los casos en los que la sociedad acuerda la exclusión de cotización de sus acciones, así como cuando reduce capital recomprando sus propias acciones, que serán amortizadas posteriormente<sup>4</sup>. Las OPAs obligatorias se deben presentar por el 100% de las acciones de la compañía a un precio equitativo, a diferencia de lo que se exige en las voluntarias.

Otro criterio que merece la pena reseñar es de OPAs iniciales, frente a las OPAs competidoras. En las primeras, no se han presentado ante la CNMV otras OPAs por los mismos valores, sin que se den los requisitos de las OPAs competidoras. En cambio, en estas, ya se ha lanzado previamente otra OPA, antes de terminar el plazo de finalización, y teniendo en cuenta que debe formularse desde que se haya presentado la OPA inicial hasta el quinto día natural a la finalización de su plazo de aceptación<sup>5</sup>. Asimismo, no puede presentarse por menos valores que la última oferta, y tiene que mejorarla, mediante un precio más alto o afectando a más valores.

Por último, cabe discriminar las OPAs amistosas, en contraposición a las hostiles, que tienen lugar cuando los administradores de la sociedad afectada quieren que la OPA no llegue a completarse, y tratan de poner trabas a la

---

<sup>4</sup> CNMV (2022): «Tipos de OPAs». Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/OPAs-Tipos.aspx> [consulta: 10/02/2023].

<sup>5</sup> Allen & Overy (2021): «Planificación estratégica de las Ofertas Públicas de Adquisición». Disponible en [https://www.allenoverly.com/global/-/media/allenoverly/2\\_documents/news\\_and\\_insights/publications/2021/05/guia\\_planificacion\\_estrategica\\_de\\_OPAs\\_2021\\_ao\\_y\\_georgeson.pdf?rev=9c5b859ec9a446529fc7966efde8004c](https://www.allenoverly.com/global/-/media/allenoverly/2_documents/news_and_insights/publications/2021/05/guia_planificacion_estrategica_de_OPAs_2021_ao_y_georgeson.pdf?rev=9c5b859ec9a446529fc7966efde8004c) [consulta: 03/02/2023].



misma<sup>6</sup>. Esto sucede cuando, siguiendo la doctrina de Sánchez-Calero (2009), los administradores temen que se les sustituya tras completarse la operación, por entender el oferente que otros desempeñarán un mejor papel<sup>7</sup>. La oposición es frecuente, lo que conlleva que la mayoría de las OPAs se consideran hostiles, dado que los administradores, en ocasiones, hacen prevalecer su propio interés de conservar su puesto, frente a una solución óptima para los accionistas y la sociedad<sup>8</sup>.

Parte de la doctrina, como Juste Mencía y Recalde Castells (2010), considera que, de hecho, las OPAs hostiles son las más beneficiosas para el gobierno de la sociedad, puesto que acaban reemplazando a los administradores no eficientes, aunque el mero riesgo de OPA ya empuja a la que administración sea adecuada<sup>9</sup>.

## **5. REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN**

### **5.1. Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en la Unión Europea**

La opinión más extendida, como señala García de Enterría (2022), es que las OPAs obligatorias proceden del *City Code on Takeovers and Mergers* del Reino Unido, que ahora es conocido como *Takeover Code*<sup>10</sup>. Por aquel entonces, alrededor de 1970, las OPAs no gozaban de popularidad, por lo que apenas había regulación. Dicho *Takeover Code* obligaba a formular OPA a todo aquel

---

<sup>6</sup> Immenga, U. (2001): *El Mercado y el Derecho. Estudios de Derecho de la Competencia*. Editorial Tirant lo Blanch, Valencia, p. 12.

<sup>7</sup> Sánchez-Calero, F. (2009): *Ofertas Públicas de Adquisición de acciones*. Editorial Thomson Reuters, Pamplona.

<sup>8</sup> Tapia Hermida, A.J. (2008): «El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS) en la Unión Europea y en España», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 20, p. 12.

<sup>9</sup> Juste Mencía, J., Recalde Castells, A. *cit.* p. 31.

<sup>10</sup> García de Enterría, J. (2022): «A vueltas con el concierto en materia de OPA obligatoria: los pactos parasociales y el ejercicio concertado de los derechos de votos», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 31, pp. 4-5.

que decidiese hacerse con acciones cuyos derechos de voto aparejados supusieran más del 30% del total de los de la sociedad en cuestión.

Los derechos comparados europeos siguieron el modelo del *Code*, y esto impulsó la decisión de armonizar la regulación de las OPAs, aspecto clave para lograr la libre circulación de capitales y, de esta manera, acercarse al ansiado Mercado Único. Había, empero, algunas divergencias a la hora de considerar la necesidad de la OPA obligatoria en ciertos casos, como en Alemania, donde no estaba vigente<sup>11</sup>.

Las discrepancias no se daban exclusivamente en este ámbito, sino que, como apunta Sánchez-Calero (2006), una serie de Estados Miembros no se ponían de acuerdo en otras cuestiones de capital importancia, como los medios de defensa de los accionistas, el tratamiento paritario de los mismos, la exclusión de cotización, etc.<sup>12</sup>

La influencia del *Takeover Code* es clara, como muestra que la Comisión Europea confiase en 1974 al gran impulsor del Código, R. Pennington, la elaboración del primer proyecto de Directiva en materia de OPAs. En la obra, se recalca la frecuencia de las operaciones de adquisición de acciones, desde finales de la Segunda Guerra Mundial, utilizándose como una técnica para obtener el control de una empresa, evitando la negociación de una fusión tradicional con el órgano de administración<sup>13</sup>.

El siguiente hito tuvo lugar en 1985, momento en el que el Libro Blanco de la Comisión Europea para la Consecución del Mercado Interior incluyó la armonización de las OPAs entre las necesidades más acuciantes. El resultado casi se logró en 1989 con la propuesta de la decimotercera Directiva en materia de sociedades, pero era poco flexible para los Estados Miembros, por lo que no llegó a buen puerto.

---

<sup>11</sup> García de Enterría, J. (1996): *La OPA obligatoria*. Editorial Civitas, Madrid, pp. 46-47.

<sup>12</sup> Sánchez-Calero, J. (2006): «La Armonización Disgregante: La Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas», *Documentos de Trabajo del departamento de Derecho Mercantil*, 3, p. 10.

<sup>13</sup> Pennington, R. (1974): *Report on takeover and other bids. XI/56/74-E*. Prefacio.

Asimismo, el segundo intento llevado a cabo a través de la propuesta de Directiva el 8 de febrero de 1996 tampoco tuvo éxito (ni las enmiendas planteadas en el año 2000). Idéntica suerte corrió la tercera propuesta, de 2 de octubre de 2002. Las regulaciones estatales no eran nada homogéneas en lo referido, por ejemplo, a las medidas de neutralización y a las posibilidades del órgano de administración de la sociedad frente a una operación de este tipo.

La Comisión Europea convocó a un grupo de expertos, presididos por el profesor holandés Jaap Winter, para arrojar luz sobre el asunto y ofrecer recomendaciones sobre cómo regular las OPAs. El trabajo de los expertos culminó con el Informe Winter, publicado el 4 de noviembre de 2002. Las directrices pueden agruparse de la siguiente manera: reglas del juego uniforme, precio equitativo y derecho de exclusión de los accionistas minoritarios, y venta de estos accionistas minoritarios al mayoritario<sup>14</sup>.

El Informe Winter fue crucial para lograr el acuerdo, que desembocó en la aprobación de la llamada «Directiva de OPAs», que es la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, y que se complementó con la Directiva 2004/109/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE (la «Directiva de Transparencia»).

La Directiva de OPAs, como indican Garrido *et al.* (2010), logra un campo de juego común a nivel europeo, aun con las reticencias de los Estados Miembros, que pretendían conservar técnicas propias de defensa frente a inversores extranjeros<sup>15</sup>. Esta normativa diseña una OPA obligatoria *a posteriori* (en vez de *a priori*), a un precio equitativo y de manera total e irrevocable.

---

<sup>14</sup> Parlamento Europeo (2003): «Documento de Trabajo sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición (OPAS)». Disponible en <https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/itre/20030423/489309ES.pdf> [consulta: 01/02/2023].

<sup>15</sup> Garrido, J.M., Miquel Rodríguez, J. y Górriz López, J. (2010): *La internacionalización del derecho de sociedades*. Editorial Atelier, pp. 38-43.

La Directiva contempla que la prima de control debe repartirse entre los accionistas de la sociedad afectada mediante el llamado precio equitativo. Así, es el hecho de alcanzar el umbral previsto lo que determina la necesidad de que haya una OPA, más allá de que el oferente busque o no controlar la sociedad<sup>16</sup>.

El art. 3 de la Directiva contiene una serie de principios generales, como el deber de información a través del folleto y la publicación de la oferta, el principio de defensa de los intereses de la sociedad afectada y de los accionistas (que reduce la capacidad del órgano de administración de dificultar la OPA) y el principio de igualdad de trato. También se recoge el principio de garantía de la oferta, que busca que oferente lleve a cabo lo prometido, el de funcionamiento de la sociedad afectada y el de transparencia de los mercados<sup>17</sup>.

En lo que se refiere a la supervisión de las operaciones, en cada Estado Miembro debía haber una autoridad encargada de que la OPA respetara los principios ya mencionados.

Por último, el art. 11 de la Directiva se refiere a las medidas de neutralización y el art. 12 contempla reservas, como el derecho de no requerir a las sociedades que tengan el domicilio social en su territorio en algunos casos.

## **5.2. Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en España**

La transposición de la Directiva de OPAS tuvo lugar mediante la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y su desarrollo en el Real Decreto 1197/1991. Hasta esta reforma, como advierte García de Enterría (2022), nuestro Derecho también se atuvo fielmente al modelo tradicional u ortodoxo que delimita la obligación de formular OPA por relación exclusivamente a los actos de compra o adquisición de acciones o valores

---

<sup>16</sup> De Cárdenas Smith, C. (2009): «Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 5, p. 6.

<sup>17</sup> Rico Carrillo, M. (2006): «El control jurídico de las OPAS: La legislación española frente a la directiva 2004/25/CE», *Foro Jurídico*, 6, pp. 129-140. Disponible en <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/forojuridico/article/view/18436> [consulta: 03/02/2023].

asimilados<sup>18</sup>. El modelo que se contemplaba era el de OPAs *a priori* y parciales, ya que se obligaba a formular OPA cuando se alcanzase al menos un 25% del capital social, sin que tuviese que dirigirse a la totalidad de la sociedad.

El modelo anterior a la transposición de la Directiva de OPAs, por tanto, protegía en menor medida a los accionistas, lo que, unido al entorno macroeconómico de la época, propició que el número de OPAs formuladas fuese superior al que tuvo lugar con el nuevo régimen. En 2005 hubo un total de 14 OPAs, llegándose a 21 al año siguiente. Esto contrasta con los años 2008 y 2009, ya con la nueva regulación, en los que se produjeron solo 11 OPAs entre ambos años<sup>19</sup>.

Con el Texto Refundido de la Ley de Mercado de Valores (en adelante «TRLMV») y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante «RDOPAs») se introduce un nuevo sistema legal, siguiendo las directrices europeas antes explicadas. Por tanto, el TRLMV, aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, derogó la Ley 24/1998.

Los cambios son muy notorios, con un nuevo régimen *a posteriori*, en el que es obligatorio formular OPA cuando se gana el control de la compañía, a precio equitativo y sin que sea posible de manera parcial.

Normalmente, la justificación de la obligatoriedad de las OPAs reside en el principio de igualdad de los accionistas. No obstante, es importante apuntar que la OPA obligatoria no pretende tutelar intereses individuales, sino que los mercados de valores funcionen correctamente, para lo que debe protegerse al inversor ante alteraciones profundas de su inversión y de la estructura de la empresa<sup>20</sup>.

---

<sup>18</sup> García de Enterría, J. (2022): «A vueltas con el concierto en materia de OPA obligatoria: los pactos parasociales y el ejercicio concertado de los derechos de votos», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 31, p. 6.

<sup>19</sup> Alvargonzález, M. (2020): «Las OPAs de exclusión: Regulación, procedimiento y criterios para la determinación de su contraprestación», p. 12. Disponible en <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/38382> [consulta: 10/02/2023].

<sup>20</sup> Juste Mencía, J., Recalde Castells, A. *cit.* p. 52.

Otra razón que apoya la OPA obligatoria, explicada por Alfaro (2014), es que se protege a los accionistas minoritarios, disminuyendo el riesgo de que el accionista mayoritario no comparta la prima de control. De esta manera, tiene menos sentido lanzar una OPA «predatoria», que ocurriría cuando el socio de control captura más beneficios privados que el anterior<sup>21</sup>.

En contraste, los principales detractores de la obligatoriedad de las OPAs suelen apelar a razones económicas, puesto que, según esta visión, las encarece el hecho de dotar a las operaciones de más rigidez<sup>22</sup>.

Finalmente, hay que mencionar que, a fecha de realización de este trabajo, acaba de aprobarse la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y Servicios de Inversión (en adelante «LMVSI»), en vigor desde el 7 de abril de 2023, y que deroga el TRLMV de 2015, acompañada de tres Reales Decretos de desarrollo, que aún no han sido tramitados.

Las novedades de la LMVSI en materia de OPAs no son muy acentuadas, si bien puede destacarse lo siguiente<sup>23</sup>:

Por un lado, se amplía el ámbito de aplicación en el nuevo art. 109 LMVSI, extendiéndose a las sociedades cotizadas en sistemas multilaterales de negociación, como el BME Growth. Por otro, se incluye expresamente en los supuestos de OPA obligatoria del nuevo art. 108 LMVSI, la toma de control mediante pactos parasociales «o de otra naturaleza». Además, a la lista de acontecimientos excepcionales que darían lugar a la aplicación del régimen especial de OPAs se suman las «pandemias declaradas» y se da a la CNMV la posibilidad de dispensar de la obligación de formular OPA en los casos en los que el valor cotice en otro centro de negociación domiciliado en la UE, según el art. 109.2 LMVSI.

---

<sup>21</sup> Alfaro Águila-Real, J. (2014): «El derecho de venta conjunta (*tag along*) como sustitutivo de la OPA obligatoria». Disponible en <https://derechomercantiles.espana.blogspot.com/2014/02/el-derecho-de-venta-conjunta-tag-along.html#more> [consulta: 24/02/2023].

<sup>22</sup> Rodríguez Artigas, F. (2006): *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*. Editorial Thomson Reuters, p. 1359.

<sup>23</sup> Linklaters (2023): «Nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión». Disponible en <https://e.linklaters.com/91/7772/downloads/alert-lmvsj.pdf> [consulta: 27/03/2023].

Por último, merece la pena destacar la inclusión por la disposición final 6.3 LMVSI del art. 535 *quater* LSC, que introduce especialidades de las sociedades cotizadas con propósito especial para adquisición en relación con las OPAs (las llamadas «SPAC»).

## **6. LA OPA OBLIGATORIA POR TOMA DE CONTROL**

### **6.1. Las maneras de adquirir el control de una sociedad cotizada**

El art. 3.1. RDOPAS impone la oferta pública de adquisición de manera total y dirigida a todos sus accionistas a aquel que logre el control de una sociedad cotizada. Además, debe presentarse en cuanto se alcance el control, teniendo, como máximo, un plazo de un mes desde ese momento, *ex. art.* 3.4 RDOPAS. El control puede lograrse a través de varias maneras:

- a) Adquiriendo acciones que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en la sociedad en cuestión.
- b) A través de pactos parasociales o de otra naturaleza con otros accionistas de la sociedad cotizada.
- c) Mediante tomas de control indirectas o sobrevenidas.

A continuación, el art. 4 RDOPAS establece dos situaciones en las que se considera que una persona física o jurídica ha adquirido una participación de control de forma directa:

- i. Cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%. Las reglas de cómputo de votos están en el art. 5 RDOPAS. La adquisición de obligaciones convertibles o canjeables no obliga a formular OPA hasta que no se conviertan o canjeen en acciones de la sociedad cotizada<sup>24</sup>. No se incluye en el cómputo la autocartera de la sociedad.

---

<sup>24</sup> Uría Menéndez (2007): «Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores». Disponible en

- ii. Cuando, aun sin superar este porcentaje, haya adquirido derechos de voto y se designen más de la mitad de los administradores en los veinticuatro meses siguientes a la adquisición. Las especificidades relativas a la designación de consejeros están en el art. 6 RDOPAS.

El art. 7 RDOPAS, por su parte, regula las tomas de control indirectas o sobrevenidas, concretamente en cinco supuestos:

- i. Fusiones o toma de control por una sociedad, cotizada o no, que participe directa o indirectamente en otra sociedad que cotice, al alcanzar los umbrales ya señalados. La OPA debe formularse en los tres meses siguientes a la toma de control. Se introduce la salvedad de que en estos tres meses se vendan las acciones necesarias para que dejen de superarse los umbrales de derechos de voto.
- ii. Reducciones de capital en cotizadas que impliquen que algún accionista pueda tomar el control dicha compañía.
- iii. Canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones de una empresa cotizada por medio de instrumentos financieros que lo permitan, y que tengan como consecuencia que algún accionista llegue a los umbrales de control.
- iv. Variaciones en la autocartera que resulten en más de un 30% de derechos de voto para algún accionista. No cuentan a este efecto, sin embargo, las acciones propiedad de la sociedad.
- v. Cualquier entidad que, en cumplimiento de un contrato o compromiso de aseguramiento de una emisión o de una oferta pública de venta de valores de una cotizada, llegue al porcentaje anteriormente indicado.



## 6.2. Impacto en el cómputo de los derechos de voto: el problema de las acciones de lealtad

### 6.2.1. Las acciones de lealtad

Las acciones de lealtad o *loyalty shares* forman parte de las denominadas políticas de fidelización, que surgen como incentivo para que los socios conserven sus acciones durante un período mínimo determinado, llamado «período de lealtad»<sup>25</sup>. Estas acciones tratan de luchar contra la especulación, de manera que las sociedades se gestionen mirando el largo plazo, y sean así más susceptibles de sobrevivir.

Las *loyalty shares* se aparecen en los art. 527 *ter* y siguientes de la LSC, tras la reforma de la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.

Estas acciones suponen una excepción al principio básico de las sociedades anónimas de *one share, one vote* de los art. 118.2 y 96.2 LSC, que dispone: «No podrán emitirse acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal y el derecho de voto o el derecho de preferencia». El objetivo que persiguen es reforzar el peso de los accionistas estables, incentivando su permanencia y participación<sup>26</sup>. De esta manera, las sociedades pueden centrarse en desarrollar estrategias a largo plazo que creen valor, evitando los potenciales problemas<sup>27</sup> que se dan con el cortoplacismo<sup>27</sup>.

Otro aspecto relevante de las *loyalty shares* es que, atendiendo al apartado 4º del art. 527 *ter*, no constituyen una clase separada de acciones, lo que quiere

---

<sup>25</sup> Fernández Torres, I. (2019): «El voto doble por lealtad». Disponible en <https://almacenedderecho.org/el-voto-doble-por-lealtad> [consulta: 19/02/2023].

<sup>26</sup> Fernández Torres, I. *cit.* p. 4.

<sup>27</sup> Gandía Pérez, E. (2016): «Acciones de voto plural y *loyalty shares*. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia», *Revista de Derecho Mercantil*, 300, p. 62.

decir que otorgan los mismos derechos y obligaciones que el resto, estando los derechos ligados a la titularidad de las acciones, y no a las acciones *per se*<sup>28</sup>. Esto diferencia las acciones de lealtad de las acciones con voto plural, en las que sí que hay dos clases de acciones, una de ellas con más derechos, y cuyos privilegios se otorgan sin tener en cuenta el titular (es decir, tienen carácter objetivo<sup>29</sup>).

Las acciones de lealtad siguen un sistema de *opt-in*, por lo que es facultativo para las cotizadas otorgar (en expresión del art. 527 *ter* LSC) «el doble de los votos que correspondan a cada una de las acciones en función de su valor nominal». El plazo de dos años comienza a partir de la fecha de inscripción en el libro registro especial al que se refiere el art. 527 *septies* LSC. En consecuencia, los accionistas de la sociedad parten de una posición de igualdad en la atribución del derecho de voto doble<sup>30</sup>.

El art. 527 *ter* LSC permite que los estatutos amplíen el período de lealtad, aunque sí que prohíbe que sea inferior a dos años. Parte de la doctrina, como Romero Fernández (2020), apunta que debería estar limitado el período máximo, dado que, si este es muy elevado, desvirtúa la utilidad de las acciones de lealtad<sup>31</sup>.

Por su parte, el art. 527 *quater* exige mayorías rigurosas para que se incluyan en los estatutos las *loyalty shares*. En el caso de que asistan a la junta accionistas que representen al menos el 50% del capital total suscrito con derecho a voto, el porcentaje necesario es el 60% del capital presente o representado. En cambio, si acuden accionistas que conformen el 25% o más del capital, pero menos del 50%, se precisa un 75% de voto favorable. En ambos casos puede aumentarse el porcentaje requerido.

---

<sup>28</sup> Gandía Pérez, E. *cit.* p. 76.

<sup>29</sup> Buil Vera, I. (2020): «Implicación de los accionistas en la sociedad a largo plazo. Voto adicional por lealtad», *Revista CEFLegal*, 239, p. 64.

<sup>30</sup> Fernández Larrea, I. (2020): «El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las acciones de lealtad», *La Ley mercantil*, 75, p. 12.

<sup>31</sup> Romero Fernández, J.A. (2020): «Las proyectadas acciones de lealtad en las sociedades cotizadas: el nuevo blindaje accionarial», *Revista de derecho bancario y bursátil*, 158, pp. 129-158.

### 6.2.2. Impacto en el cómputo de los derechos de voto

En este aspecto, cabe mencionar el art. 527 *quinquies*, que establece lo siguiente: «Salvo disposición estatutaria en contrario, los votos dobles por lealtad se tendrán en cuenta a efectos de determinar el quórum de las juntas de accionistas y del cómputo de las mayorías de voto necesarias para la adopción de acuerdos». Parte de la doctrina tilda esta disposición de exagerada<sup>32</sup>, pidiendo que se ponga techo al número de acuerdos de la junta que pueden verse afectados por el voto doble<sup>33</sup>.

García de Enterría (2021) critica de forma severa este art. 527 *quinquies*, al advertir que, como es dispositiva, una regulación en los estatutos de la sociedad que determinase que no se computen los votos dobles desvirtuaría el sentido de las acciones de lealtad<sup>34</sup>.

Por lo que se refiere a las OPAs, las *loyalty shares* pueden ser problemáticas en el supuesto de accionistas que, tras una operación, superen de forma temporal los umbrales que obligan a formular OPAs, sin que sea su objetivo tener un porcentaje tan elevado de los derechos de voto<sup>35</sup>. Esto podría suceder si, por ejemplo, algún accionista posee el 19% del capital de una cotizada, y ha solicitado y obtenido el voto doble. En estas situaciones, el art. 131.3 TRLMV (y ahora el art. 111.3 LMVSI) impide al accionista en cuestión que utilice los derechos políticos que excedan del 30%, salvo que formule OPA por el total del capital social en los tres meses siguientes. El legislador contempla una excepción a la obligación de lanzar OPA cuando, en el plazo de tres meses, enajene el número de acciones necesario para acabar con el exceso de derechos de voto, o renuncie a ellos, siempre que no se ejerzan estos derechos políticos, o que la CNMV haya otorgado dispensa.

Al hilo de lo que acaba de exponerse, cierta doctrina critica que se tengan en cuenta los derechos de voto a la hora de calcular el umbral relevante para la

---

<sup>32</sup> Romero Fernández, J.A. *cit.* p. 28.

<sup>33</sup> Fernández Larrea, I. *cit.* p. 15.

<sup>34</sup> García de Enterría, J. (2021): «Acciones de lealtad: efectos en junta, OPAs y participaciones significativas», *La Ley mercantil*, 79.

<sup>35</sup> Fernández Torres, I. *cit.* p. 9.

obligatoriedad de lanzar OPAs, debido al hecho de que una participación importante por medio de adquisición de acciones provoca más estabilidad que un aumento en los derechos de voto<sup>36</sup>. Por su parte, Alfaro (2021), opina que esta regulación dificulta la seguridad jurídica, puesto que la cantidad de acciones con voto doble varía con las transmisiones por parte de los accionistas que lo disfruten y con los que cumplan los requisitos y soliciten la inscripción, lo que resta atractivo a las *loyalty shares*<sup>37</sup>. Podría pensarse, incluso, en un accionista que adquiriera más del 30% del capital, pero que, si otras acciones no adquiridas gozan de voto doble, no tuviera obligación de lanzar OPA.

### 6.3. El precio equitativo

Como ya se indicó previamente, el art. 3 RDOPAS obliga a formular OPA a un precio equitativo a aquel que alcance control de la sociedad cotizada.

El precio equitativo tiene varios objetivos, en palabras de Vives (2008): por un lado, es el que se utiliza en todas las OPAs obligatorias. Por otro, se considerará el precio de exclusión en los casos de compraventas forzosas. Además, constituye el precio mínimo para lanzar una OPA de exclusión y de las órdenes de compra posteriores a la OPA<sup>38</sup>.

El art. 130 TRLMV remite al art. 9 RDOPAS (ahora lo trata el art. 110 LMVSI), que define el precio equitativo como «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 doce meses previos al anuncio de la oferta». Hay, por tanto, una serie de directrices para fijar este precio equitativo, sin que haya tanta cabida a la discrecionalidad como en

---

<sup>36</sup> Mosca, C. (2019): «Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge edge Between Tenured Voting and Takeover Law», *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, 2, p. 256.

<sup>37</sup> Alfaro Águila-Real, J. (2021): «Piensa al revés: para entender las acciones de lealtad, piensa en limitaciones al número de votos que puede emitir un accionista». Disponible en <https://derechomercantiles-pana.blogspot.com/2021/05/piensa-al-reves-para-entender-las.html> [consulta: 25/02/2023].

<sup>38</sup> Vives, F. (2008): *Las operaciones de «Public to Private» en el Derecho de OPAS español*. Editorial Thomson Civitas, Madrid, p. 228.

los supuestos de OPAs voluntarias. Para calcularlo, debe incluirse el importe íntegro de la contraprestación que se haya pagado o acordado pagar por el oferente, *ex art. 9.2 RDOPAS*. Este precio equitativo obedece al principio de igualdad de trato del art. 14 RDOPAS, concretado en la igualdad informativa<sup>39</sup>.

El artículo citado contempla en su segundo apartado reglas específicas para una serie de supuestos:

- i. Cuando la compraventa se deba a la ejecución de un derecho de opción de compra previo. Aquí habría que añadir la eventual prima de la opción.
- ii. Si la compraventa fuera resultado de la ejecución de un derecho de venta previo, se restaría la prima de la opción.
- iii. Cuando se trate de otros derivados financieros, se calcula el precio teniendo en cuenta las primas que se tuvieron que pagar para adquirir el derivado en cuestión.
- iv. Debe utilizarse el precio más elevado si se da el supuesto de varias de las operaciones descritas.
- v. Respecto a adquisiciones llevadas a cabo mediante canje o conversión, se calcula la media ponderada de los precios de mercado en la fecha de compra.
- vi. Por último, si la adquisición contiene compensaciones adicionales al precio o hay diferimientos de pago, se parte del precio más alto que tome en consideración las compensaciones o diferimientos.

La Directiva de OPAs, como ya se mencionó, deja flexibilidad a los Estados Miembros para que introduzcan modificaciones al precio de la OPA, por eso el art. 9.4 RDOPAS permite a la Comisión Nacional del Mercado de Valores que ajuste el precio en ciertos casos. El RDOPAS, además, utiliza el término de precio acordado, y no solo de precio pagado, en contraste con la Directiva de OPAs.

---

<sup>39</sup> Juste Mencía, J., Recalde Castells, A. *cit.*

Como puede verse en la regulación que se acaba de exponer, se ha impuesto la postura de que el precio equitativo sea el precio máximo que ha desembolsado el oferente previamente a la OPA, frente a un precio fijado de manera objetiva. Parece que el sistema actual pretende una mayor seguridad jurídica y una mejor distribución de la prima de control<sup>40</sup>.

Un caso potencialmente conflictivo se daría si el accionista que toma el control no hubiera adquirido valores de la sociedad en los doce meses anteriores a la OPA. El art. 9.3 RDOPAS soluciona el asunto, fijando que el precio de adquisición tendrá que ser, al menos, el calculado según las reglas de valoración del art. 10 RDOPAS para OPAs de exclusión, que analizaré a continuación.

#### **6.4. Métodos de valoración**

Los métodos de valoración son los previstos en el art. 10.5 RDOPAS para los casos de OPAs de exclusión. También es necesario un informe de valoración de la CNMV, mencionado en el art. 34.5 TRLMV. Los métodos son:

- a) El valor teórico contable de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros.

El valor teórico contable parte del patrimonio neto, obtenido al restar el pasivo exigible de los activos de la sociedad, registrados a su valor neto contable<sup>41</sup>. Posteriormente, se divide el patrimonio neto entre las acciones emitidas por la sociedad, para así llegar al valor teórico contable por acción.

---

<sup>40</sup> Carretero, E. (2015): «El precio equitativo en la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 17, p. 5.

<sup>41</sup> Información obtenida del folleto explicativo de la OPA de exclusión de MAPFRE sobre FUNESPAÑA de 2018, p. 32. MAPFRE FAMILIAR COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A. (2012): «Folleto explicativo. Oferta Pública de Adquisición de acciones de FUNESPAÑA, S.A». Disponible en <https://www.mapfre.com/media/accionistas/2012/03-2012-folleto-explicativo.pdf> [consulta: 26/02/2023].

Este método no tiene en cuenta los ingresos y costes esperados futuros, por lo que no refleja correctamente el valor de mercado de la sociedad en cuestión. No obstante, ha sido utilizado por algunos jueces en reiteradas ocasiones<sup>42</sup>.

- b) Valor liquidativo de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado. Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia.

Este método es aún más estático, dado que ni siquiera contempla el valor que la sociedad genera con la continuidad de su actividad. No observa, por tanto, el principio de empresa en funcionamiento, regulado en el art. 3.1 del Real Decreto 1514/2007, de 16 de noviembre, por el que se aprueba el Plan General de Contabilidad, que lo define de la siguiente manera: «Se considerará, salvo prueba en contrario, que la gestión de la empresa continuará en un futuro previsible, por lo que la aplicación de los principios y criterios contables no tiene el propósito de determinar el valor del patrimonio neto a efectos de su transmisión global o parcial, ni el importe resultante en caso de liquidación».

- c) Cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

En este caso, simplemente se calcula la media aritmética de los precios diarios ponderados por volumen de las sesiones<sup>43</sup>. Un problema es que el RDOPAS no indica qué precio de cotización debe utilizarse, siendo el criterio habitual el de cierre de cada sesión, aunque ha habido discrepancias (como en el caso de

---

<sup>42</sup> Lara, R., Rojo, A., y Beltrán, E. (2011): *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital. Tomos I y II*, Editorial Civitas, Madrid.

<sup>43</sup> Información obtenida del folleto explicativo de la OPA de exclusión de AGUAS DE BARCELONA sobre sus propias acciones de 2010, p. 55. Sociedad General de Aguas de Barcelona (2010): «Folleto explicativo. Oferta Pública de Adquisición de sus propias acciones». Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={f577d333-f9a3-40cf-b76a-4d012193b0b9}> [consulta: 26/02/2023].

ABERTIS<sup>44</sup>), lo que puede llevar a resultados muy dispares. Este método ofrece menos seguridad jurídica, al estar al albur de los vaivenes de las cotizaciones en el mercado.

- d) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

Este criterio se ha utilizado en contadas ocasiones, como en las OPAs sobre CASSA y sobre VUELING.

- e) Otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como, descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables u otros.

El precepto es un *numerus apertus*, mencionando algunos de los métodos más comunes.

Por lo que se refiere al descuento de flujos de caja, es el método más usado para valorar compañías, al tomar en consideración cualquier aspecto del negocio que genere flujos de caja. El procedimiento de esta técnica de valoración es descontar los flujos de efectivo a valor presente (utilizando una tasa adecuada). Lo que se descuenta es el coste de capital ajustado al riesgo. Se puede entender como el precio más alto que un comprador llegaría a pagar, sin descuidar la rentabilidad de los inversores<sup>45</sup>. A diferencia de muchos de los otros métodos para calcular el precio, el de descuento de flujos de caja es dinámico, y funciona muy bien en casos de compañías estables y con ingresos recurrentes.

Otro método de valoración es el de múltiplos, que utiliza el valor de mercado de otras compañías comparables. Los factores relevantes para que se consideren

---

<sup>44</sup> López Martínez, M. (2009) en García de Enterría, J, y Zurita y Sáenz de Navarrete, J., *La regulación de las OPAS (Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio)*, Editorial Civitas, Madrid.

<sup>45</sup> Armendáriz Lasso, E. (2012): «Modelos de valoración de empresas. Un análisis crítico», *Revista Ciencia UNEMI*, 7, pp. 74-87.



comparables son, por ejemplo, que ambas sociedades realicen la misma actividad, que coticen en bolsa, que sean de la misma zona geográfica, que tengan un tamaño parecido, unas mismas perspectivas de crecimiento y rentabilidad, una posición competitiva equivalente, etc.<sup>46</sup>

Uno de los múltiplos más utilizados es el PER, calculado como la capitalización bursátil entre el beneficio neto, y que da una idea de cuántos años tarda la empresa en recuperar su inversión. Otro es el EV/EBIDTA, que arroja luz sobre el valor de mercado de los activos de la empresa (EV), y del beneficio antes de intereses, impuestos, amortización y depreciación (EBITDA).

La elección de uno u otro método no está exento de polémica. Alfaro (2020) trata el tema, resumiendo la sentencia del Tribunal Supremo de 23 de noviembre de 2020, que estima el recurso contra la Sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril de 2019, que había anulado el acuerdo de la CNMV autorizando la OPA de exclusión de Cementos Portland Valderribas<sup>47</sup>. La Audiencia Nacional falla que el Banco Santander debería haber utilizado el método del valor teórico contable, en vez del método de flujos de caja descontado. Pues bien, el Tribunal Supremo resuelve que el art. 10.5 RDOPAS no introduce ninguna prelación de métodos, además de que es no es un *numerus clausus*.

## **7. LAS CLÁUSULAS DE BLINDAJE O ANTI-OPA**

### **7.1. Limitaciones legales a las cláusulas anti-OPA**

Las cláusulas de blindaje en sentido estricto son medidas preventivas que tratan de poner trabas a las OPAs hostiles. Una sociedad también puede hacer uso de medidas defensivas una vez lanzada la OPA.

---

<sup>46</sup> IESE (1999): «Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables». Disponible en <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf> [consulta: 26/02/2023].

<sup>47</sup> Alfaro Águila-Real, J. (2020): «Métodos de valoración adecuados e inadecuados». Disponible en <https://derechomercantilesana.blogspot.com/search?q=OPA> [consulta: 26/02/2023].

Puede diferenciarse entre medidas que pretenden obstaculizar el control de la junta general por parte de un tercero, de otras que tienden a dificultar el control del órgano de administración<sup>48</sup>.

Entre las primeras, destacan la limitación al número máximo de votos que un accionista puede emitir, la imposición de mayorías reforzadas y la celebración de pactos parasociales que versen sobre de los derechos de voto.

Por lo referido a las medidas que conciernen al órgano de administración, pueden mencionarse las renovaciones escalonadas de consejeros, requisitos especiales para convertirse en administrador, o los *golden parachutes* mediante indemnizaciones cuando el consejero cesa<sup>49</sup>.

Conviene diferenciar el Derecho norteamericano del Derecho continental europeo en lo que se refiere al Derecho de sociedades. En EE.UU las sociedades son de capital disperso (sin accionistas de control). Se rigen, en su mayoría, por Derecho societario dispositivo, y sus administradores gozan de más prerrogativas. En Alemania, Italia y España, sin embargo, hay muchas sociedades de capital concentrado, más normas imperativas, y más limitaciones a los administradores<sup>50</sup>.

A nivel europeo, la Directiva de OPAs, en su artículo 9, obliga a los administradores de la sociedad a obtener autorización de la junta cuando pretendan obstaculizar la OPA. Se exceptúan los casos del llamado «Caballero blanco» o «White knight», por lo que se permite que los administradores busquen a otro oferente que lance la OPA. El artículo 11 de la Directiva de OPAs contempla posibles medidas de neutralización, y el artículo 12 permite que se exima a las sociedades de los Estados Miembros de los artículos 9 y 11, cuando no se respete el principio de reciprocidad.

---

<sup>48</sup> Fernández-Albor Baltar, A. (2011): «Los blindajes en las sociedades cotizadas. ¿Defensa del administrador o defensa del accionista?» Disponible en [https://www.cremadescalvosotelo.com/sites/default/files/299-los\\_blindajes\\_en\\_las\\_sociedades\\_cotizadasl.pdf](https://www.cremadescalvosotelo.com/sites/default/files/299-los_blindajes_en_las_sociedades_cotizadasl.pdf) [consulta: 26/02/2023].

<sup>49</sup> Fernández-Albor Baltar, A. *cit.*

<sup>50</sup> Juste Mencía, J., Recalde Castells, A. *cit.* pp. 485-486.

En España, el art. 134 TRLMV (ahora el art. 114 LMVSI) regula las obligaciones de los órganos de administración y dirección, contemplando lo ya dispuesto del art. 9 Directiva OPAs, además de la excepción por falta de reciprocidad del art. 12 Directiva OPAs. Esta regulación se desarrolla con más detalle en el art. 28 RDOPAS, y las medidas de neutralización en los art. 135 TRLMV (actualmente, el art. 115 LMVSI) y art. 29 RDOPAS. Más que un deber de pasividad, lo que se exige es que se respete el principio de primacía de los accionistas<sup>51</sup>, detallándose una lista ejemplificativa<sup>52</sup> de medidas tendentes a obstaculizar una OPA, y las excepciones a continuación.

La terminología «deber de pasividad» no es del todo acertada, puesto que, si los administradores no desarrollan sus funciones, podrían ser declarados responsables<sup>53</sup>. Lo que no se les permite es no consultar a la junta general en supuestos tan relevantes como los que aquí se tratan.

Por otro lado, el art. 135.2 TRLMV (y art. 115.2 LMVSI) dispone que las cláusulas de blindaje que limiten el número máximo de votos que puede emitir un accionista, dejarán de aplicarse cuando el oferente alcance el 70% o más del capital con derechos de voto, dejando a salvo, una vez más, los casos en los que no haya reciprocidad. El art. 527 LSC, por su parte, recoge estas directrices para las sociedades cotizadas. En consecuencia, alcanzado este porcentaje, todas las medidas contempladas en los estatutos sociales quedan sin efecto.

---

<sup>51</sup> Juste Mencía, J., Recalde Castells, A. *cit.* p. 498-502.

<sup>52</sup> Las conductas que incluye el art. 28 RDOPAS son:

- «a) Acordar o iniciar una emisión de valores que pueda impedir el éxito de la oferta.
- 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 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».

<sup>53</sup> Kirchner, C. (1999): *Neutralitäts und Stillhaltepflicht des Vorstands der Zielgesellschaft im Übernahmerecht*. Editorial AG, p. 481.

## 7.2. Polémica doctrinal: argumentos a favor y en contra

Las cláusulas anti-OPA son muy polémicas, habiendo argumentos a favor y en contra:

Parte de las críticas a estas medidas procede de las virtudes de las OPAs hostiles, que reducen los costes de la separación entre propiedad y control de las cotizadas<sup>54</sup>. Es una manera de que los administradores estén en alerta, al saber que puede llegar un oferente que les destituya. Asimismo, aumentan el precio que reciben los accionistas en forma de prima de control, por lo que estas medidas descuentan parte del valor de dicha prima, al haber menos probabilidades de recibir una OPA. Por último, las cláusulas anti-OPA incrementan los costes de agencia, que pueden traducirse en una peor gestión de los administradores, que correrán el riesgo de sentirse blindados<sup>55</sup>.

Otro argumento en contra es que son contrarias al sentido económico, por crear un monopolio de dudosa legitimidad para aquellos que no tienen un verdadero control, y que disfrutan de una barrera de entrada muy relevante<sup>56</sup>. Esto parece oponerse a la libertad de circulación de capitales vigente en la Unión Europea.

En contraste, también hay motivos que respaldan la amplia utilización de estas medidas, tanto en España, como en el Derecho comparado<sup>57</sup>. De hecho, esta situación ha causado que, como ya se ha comentado, el propio TRLMV (ahora LMVSI) y la Directiva de OPAs contengan regulación al respecto.

Una de las razones para apoyar la inclusión de este tipo de medidas en los estatutos sociales es que, si los gestores son de alta calidad, permiten que se centren en el largo plazo, maximizando así el valor para el accionista, al no tener la presión de una potencial OPA hostil constante. De hecho, un estudio de la

---

<sup>54</sup> Juste Mencía, J., Recalde Castells, A. *cit.* pp. 473-474.

<sup>55</sup> Alfaro Águila-Real, J. (2011): «La bondad/maldad de las cláusulas anti-OPA». Disponible en <https://derechomercantilespana.blogspot.com/2011/05/la-bondadmaldad-de-las-clausulas-anti.html> [consulta: 28/02/2023].

<sup>56</sup> Sánchez Andrés, A. (2016): «Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas», *Revista Jurídica Universidad Autónoma De Madrid*, 8.

<sup>57</sup> Institutional Shareholder Services Europe (ISS Europe)/Shearman & Sterling/ECGI (2007): «Report on the Proportionality Principle in the European Union». Disponible en <https://www.ecgi.global/content/one-share-one-vote-2007> [consulta: 28/02/2023].

Universidad de Chicago (2011) expone que, cuando los gestores son los adecuados para la sociedad, la cotización en bolsa es mayor en aquellas empresas que incluyen cláusulas anti-OPA<sup>58</sup>. El problema, por supuesto, es saber a ciencia cierta qué es un gestor de alta calidad.

Otro argumento a favor es que, en ocasiones, el que se dispone a lanzar la OPA intenta beneficiarse de la indecisión del accionista disperso acerca de si vender o no, dando nombre al llamado problema de acción colectiva<sup>59</sup>. Puede suceder que un accionista en concreto prefiera conservar su parte del capital cuando el oferente paga una prima de control, gozando de las ventajas de la nueva gestión, *a priori* más conveniente para la compañía. Esto, si se extendiera, tendría el efecto adverso de desincentivar al oferente a presentar la OPA. Por otra parte, si el precio ofrecido es muy bajo y todos venden, el accionista que decide quedarse sus acciones puede estar en una situación difícil, con menor valor de sus títulos y una nueva gestión<sup>60</sup>. Esto es más probable que suceda en OPAs parciales, que pueden desembocar en dos ofertas a precios muy diferentes.

También puede señalarse que las cláusulas anti-OPA provocan una mayor innovación en las empresas que las utilizan, especialmente en aquellas compañías que operan en mercados competitivos, al ser más importante la mirada a largo plazo<sup>61</sup>.

Como se ha indicado, hay argumentos contrapuestos sobre la conveniencia de estas cláusulas. Parece, no obstante, que no hay una solución universal, y que hay que atender al tipo de mercado en el que se encuentra la sociedad a analizar. Así, en mercados concentrados, al haber pocas empresas que pueden ser objeto de OPA, las cláusulas de blindaje tendrán efectos más positivos, incrementando la capacidad de negociación y, por ende, el valor de la sociedad. Sin embargo,

---

<sup>58</sup> Chemmanur, T., Paeglis, I., Simonyan, K. (2011): «Management Quality and Antitakeover Provisions», *Journal of Law and Economics*, 3, University of Chicago.

<sup>59</sup> Juste Mencía, J., Recalde Castells, A. cit. p. 477.

<sup>60</sup> Mucciarelli, F. (2006): «White Knights and Black Knights – Does the Search for Competitive Bids always Benefit the Shareholders of Target Companies? », *European Company and Financial Law Review*, 3, p. 408.

<sup>61</sup> Chemmanur, T., Tian, X. (2010): «Do Anti-Takeover Provisions Spur Corporate Innovation? A Regression Discontinuity Analysis», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.

cuando el mercado está poco concentrado, y hay muchas opciones disponibles, el poder de negociación es notoriamente menor<sup>62</sup>.

### **7.3. Disposiciones legales que impiden las OPAs: la llamada «Ley anti-OPAs»**

Con la reciente reforma del Real Decreto Legislativo 1/2020, mediante la Ley 16/2022, de 5 de septiembre, influenciada por la Directiva 2019/1023, se cambia de paradigma en el Derecho relativo a las insolvencias, pasándose a potenciar los mecanismos preconcursales, así como los paraconcursales. De este modo, los planes de reestructuración juegan ahora un papel clave, con mucha más flexibilidad, pudiéndose llegar a medidas que afecten enormemente a los socios (piénsese en el caso, por ejemplo, de modificaciones estructurales de la sociedad en cuestión<sup>63</sup>). A estos socios se le pueden imponer las medidas mediante la homologación del plan de reestructuración, sin que ni siquiera haya que contar con acuerdo de la junta de socios.

Pues bien, al hilo de lo que se acaba de mencionar, resulta de interés resumir el caso CELSA, compañía de producción de acero de gran relevancia en el panorama nacional, al facturar más de 5.000 millones de euros y haber creado 11.000 puestos de trabajo<sup>64</sup>. Los acreedores pretenden, precisamente, imponer a los socios un plan de reestructuración vía homologación judicial, cuyo objetivo último es conseguir el control del grupo. Parte de la doctrina, entre la que se encuentra Fernández Larrea (2023), señala que las supuestas presiones a Goldman Sachs y Deutsche Bank (los acreedores más relevantes) por parte del Gobierno para que éstos no tomen el control de CELSA, son muy peligrosas para

---

<sup>62</sup> Kadyrzhanova, D., Rhodes-Kropf, M. (2006): «Concentrating on Governance», *Journal of Finance*, AFA 2007 Chicago Meeting Paper.

<sup>63</sup> Fernández Larrea, I. (2023): «Caso Celsa: ¿golpe del gobierno a los planes de reestructuración?». Disponible en <https://www.hayderecho.com/2023/01/10/caso-celsa-golpe-del-gobierno-a-los-planes-de-reestructuracion/> [consulta: 03/03/2023].

<sup>64</sup> <https://www.celsagroup.com/>

la seguridad jurídica y el correcto funcionamiento de los planes de reestructuración<sup>65</sup>.

Estas presiones se llevarían a cabo a través de un instrumento legal, la llamada «Ley anti-OPAs», que da nombre a la Ley 19/2003, de 4 de julio, que incluye el control de inversiones en sectores estratégicos. Esta ley se modificó a través del Real Decreto Ley 8/2020, de 17 de marzo, en un contexto de pandemia por el COVID-19, y con el propósito de proteger a las compañías españolas en sectores que pudieran «afectar a la seguridad pública, orden público y salud pública», a modo de *numerus apertus*. Se introdujo, así, el artículo 7 bis en la Ley 19/2003, que, junto, al artículo 7 de la misma ley, otorgan al Gobierno la facultad discrecional de suspender mediante autorización administrativa el régimen de liberalización de determinadas inversiones extranjeras directas en España.

Además, el Real Decreto Ley 20/2022, de 27 de diciembre, ha modificado este artículo 7 bis Ley 19/2003, prorrogando el «escudo anti-OPAs», que debería haber finalizado el pasado 31 de diciembre de 2022, al menos en lo referido a inversores residentes en la Unión Europea.

Las consecuencias son que el Gobierno tiene derecho de veto cuando haya inversiones extranjeras directas en empresas españolas, cuando se alcance o supere el 10% del capital de sociedades cotizadas, o bien se sobrepasen los 500 millones de euros de inversión en caso de sociedades no cotizadas. Esto es lo que, siempre según parte de la doctrina, se estaría utilizando para condicionar a los acreedores de CELSA. El problema es que la imagen del país empeora de cara a futuros inversores. El hecho de que el procedimiento de homologación judicial esté en curso no contribuye sino a agravar la situación, puesto que se estaría impidiendo la aplicación de la norma<sup>66</sup>.

---

<sup>65</sup> Fernández Larrea, I. *cit.*

<sup>66</sup> Fernández Larrea, I. *cit.*

## **8. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE VALORES EN LA REALIDAD ESPAÑOLA**

Una vez estudiada la regulación europea y española, y los mecanismos de defensa frente a las OPAs, es conveniente tener en cuenta la realidad española.

Pocos años después de ser aprobado el RDOPAS, en 2015 se lanzó la OPA de Orange sobre Jazztel (la más relevante de dicho año) en un sector, el de telecomunicaciones, muy diferente al industrial y energético (en el que opera Siemens), y al de MFE-MEDIAFOREUROPE, de programación y emisión de contenido audiovisual.

Hay que tener en cuenta que la OPA sobre Jazztel se rigió, a nivel nacional, por la Ley 24/1998 de 28 de julio, del Mercado de Valores, y el ya mencionado RDOPAS, es decir, el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores. Las OPAs sobre Mediaset y sobre Siemens Gamesa, sin embargo, se atuvieron al texto refundido de la Ley de Mercado de Valores (TRLMV), aprobado por el Real Decreto Legislativo 4/2015 de 23 de octubre, además del RDOPAS. Esta era la legislación vigente en cada momento, mientras que, a fecha de la redacción de este trabajo, la normativa aplicable es la Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión (LMVSI).



## 8.1. OPA de Orange sobre Jazztel<sup>67</sup>

### 8.1.1. Elementos subjetivos

La sociedad afectada es Jazztel p.l.c., (en adelante, «Jazztel»), domiciliada en Londres, Reino Unido. Su objeto social consiste en la prestación de servicios telemáticos y de telecomunicaciones, así como el establecimiento y la explotación de la red telefónica.

Su capital social se componía, en el momento de la operación, de 257.408.582 acciones emitidas, cada una de 0,80 euros de valor nominal. Las acciones de Jazztel cotizaban en las Bolsas de Valores españolas, formando parte del índice IBEX 35.

La sociedad tenía un consejo de administración, compuesto por 8 miembros (en sus estatutos sociales se fijaba un rango de entre 5 y 12 consejeros), de los cuales 2 eran dominicales, 5 independientes y uno ejecutivo. El Presidente y consejero dominical Leopoldo Fernández Pujals era, a su vez, el máximo accionista de Jazztel, al poseer el 14,426% del capital social. Se trataba de una sociedad de capital disperso, con un *free float* (porcentaje del capital que cotiza libremente en el mercado bursátil<sup>68</sup>) del 65,415%.

La sociedad oferente era Orange S.A. (en adelante, «Orange»), sociedad anónima constituida en 1996 y domiciliada en París, Francia. Orange se dedica, entre otros, a garantizar los servicios de comunicaciones electrónicas, desarrollar y explotar las redes, además de a facilitar las instalaciones de los equipos.

---

<sup>67</sup> Los datos relativos a esta operación se han obtenido del folleto explicativo de la oferta, remitido por Orange a la CNMV el 19 de mayo de 2015. Orange, S.A. (2015): «Folleto explicativo. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Jazztel, p.l.c». Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={3e0f2c12-a907-43d5-a779-3d979134b39f}> [consulta: 10/03/2023].

<sup>68</sup> BBVA (2023): «Free Float explicado por BBVA España». Disponible en <https://www.bbva.es/diccionario-economico/free-float.html> [consulta: 10/03/2023].

El capital social de la oferente era de 10.595.541.532 euros, dividido en 2.648.885.383 acciones de 4 euros de valor nominal. Las acciones cotizan en Euronext Paris (XPAR:ORA) y en el New York Stock Exchange (NYSE:ORAN).

Además de las acciones, Orange disponía de bonos perpetuos subordinados convertibles en acciones, que también cotizaban en Euronext Paris. Por último, la oferente había emitido opciones a través de planes de opciones, que, en caso de ser emitidas en su totalidad, suponían el 0,71% de su capital social.

Orange también disponía de un consejo de administración, oscilando el número de consejeros entre 12 y 22 miembros, según sus estatutos sociales. Como particularidad, según el Decreto francés 2014-948, de 20 de agosto de 2014, relativo al gobierno y a las operaciones sobre el capital de sociedades con participación pública, tenía que haber representantes del Estado Francés, cuyo número depende de la participación de dicho Estado en el capital social de la empresa.

El consejo de administración de Orange tenía 15 miembros, distribuidos de la siguiente manera: 3 eran representantes del Estado Francés, 7 independientes, 3 consejeros eran elegidos por los empleados, uno representaba a los empleados accionistas, y uno era el Presidente y Consejero Ejecutivo.

El principal accionista era, precisamente, el Estado Francés, con un total del 25,04% del capital social, tanto de manera directa como indirecta, a través de Bpifrance Participations. *El free float* era del 70,01% del capital. El Estado Francés no gozaba de ningún tipo de *Golden Share*<sup>69</sup> o privilegio especial, más allá del ya comentado derecho de representación en el consejo.

---

<sup>69</sup> Definidas como derechos especiales sobre acciones o participaciones que otorgan al tener poder de control en la empresa, reconociendo facultades restrictivas. Devesa y Calvo (2021): «La *Golden Share* (o cómo garantizar el control estatal en empresas privatizadas». Disponible en <https://www.devesaycalvo.es/la-golden-share-o-como-garantizar-el-control-estatal-en-empresas-privatizadas/1/> [consulta: 18/03/2023].

### 8.1.2. Finalidad y aspectos más relevantes

La oferta de Orange era voluntaria y amistosa, y se dirigía a la totalidad de las acciones de Jazztel, con el objetivo de adquirir una participación de control en Jazztel, para integrar a la sociedad en el grupo de sociedades de Orange. Básicamente, se observaban sinergias en los negocios de Jazztel y Orange, de manera que la adquisición permitiría allanar el camino para unir servicios fijos y móviles. Además, el notable crecimiento del sector de las telecomunicaciones en esos años espoleó el deseo de Orange de aumentar su cuota de mercado en España.

La legislación aplicable era la antigua Ley 24/1988, del Mercado de Valores, así como el RDOPAS. Sin embargo, como la sociedad afectada estaba domiciliada en el Reino Unido, pero cotizaba únicamente en España, se encuadraba en el supuesto del art. 1.2.a) RDOPAS<sup>70</sup>, que remite al art. 1.3. RDOPAS, que determina que:

- A) La decisión sobre la autorización de la OPA correspondía a la CNMV.
- B) Se sujetaban al RDOPAS aspectos tan relevantes como el precio ofrecido y la difusión de la OPA.
- C) El *UK Takeover Code* se aplicaría en algunas materias, entre las que destaca la concreción del porcentaje de derechos de voto necesarios para obtener el control, que era del 30%, según la *Rule 9.1* del *Code*. No obstante, esto no afecta a las OPAs voluntarias, como la de este caso.

La operación comenzó a fraguarse el 14 de septiembre de 2014, cuando se aprobó por el consejo de administración de Orange la preparación de la OPA a 13 euros por acción de Jazztel. Posteriormente, el Presidente del Comité de

---

<sup>70</sup> «Se aplicarán las reglas contenidas en el apartado siguiente a las sociedades que no tengan su domicilio social en España y cuyas acciones no estén admitidas a negociación en un mercado regulado en el Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad tenga su domicilio social en cualquiera de los siguientes casos:

a) Cuando las acciones de la sociedad sólo estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español [...]

Auditoría de Orange dio su visto bueno. Esta decisión no estaba condicionada a la aprobación de la junta general de accionistas de Orange.

El anuncio previo de la OPA se presentó el 16 de septiembre de 2014, y un mes después Orange envió la solicitud de autorización, admitida a trámite por la CNMV.

La contraprestación acordada fue de 13 euros por acción, pagada totalmente en efectivo, puesto que es lo más sencillo cuando el oferente es extranjero<sup>71</sup>. Hay que tener en cuenta que, como se ha mencionado, la oferta era voluntaria, por lo que no tenía que formularse al precio equitativo, como establece expresamente el art. 13.5 RDOPAS. Este precio suponía una prima del 34% respecto a la cotización media ponderada de los 30 días anteriores al 15 de septiembre de 2014. La oferta era irrevocable, ex. art. 30.1 RDOPAS.

Como en la OPA de MFE-MEDIAFOREUROPE sobre Mediaset España Comunicación, que será explicada posteriormente, la oferta estaba condicionada a un nivel mínimo de aceptación, en este caso del 50% del capital teórico máximo de Jazztel, más una acción. Si no se superaba llegado el 24 de junio de 2015 (fecha en la que culminaba el plazo de aceptación), y de acuerdo con el 33.3 RDOPAS, la OPA quedaría sin efecto, y no se podría promover de nuevo en los seis meses siguientes a la fecha de publicación del resultado, ex. art. 39 RDOPAS.

La condición mínima se superó con holgura, dado que la aceptación fue del 94,75% del capital social. Aquí hay que considerar que tanto la Ley de Sociedades inglesa de 2006 (en su *Part 28*, Secciones 979 a 985) como la legislación nacional contienen normas de aplicación en lo que se refiere a la compraventa forzosa de acciones. Ambos ordenamientos, aunque a través de procedimientos y protecciones al accionista diferentes, contemplaban la compraventa forzosa cuando la OPA se aceptase por el 90% o más de los accionistas titulares de derechos de voto, dando lugar a, como mínimo, una

---

<sup>71</sup> Palacín Sánchez, M.J. (2009): «Las Ofertas Públicas de Adquisición en España (1991-2002)», *Revista de Bolsa de Madrid*, 127, p. 76.

titularidad del 90% del capital social de la sociedad afectada. Esta era la situación en la OPA de Orange, por lo que, de acuerdo con los art. 60 *quater* de la antigua LMV, art. 47 RDOPAS, y la Ley de Sociedades inglesa, Orange adquirió el 100% de las acciones de Jazztel, con un desembolso total de 3.355 millones de euros. La consecuencia fue la exclusión de cotización de las acciones de Jazztel, que dejaron de cotizar definitivamente el 13 de agosto de 2015.

Es conveniente subrayar que Jazztel no adoptó ningún acuerdo que concerniese a las medidas de neutralización del art. 29 RDOPAS y del antiguo art. 60 *ter* LMV (que, como se ha dicho, luego devino en el art. 135 TRLMV y, actualmente está en el art. 115 LMVSI).

Por último, hay que señalar que Orange condicionó la OPA a la obtención de autorización de las autoridades en materia de competencia. La operación era una concentración de empresas, y tenía dimensión comunitaria, sujeta, por tanto, al Reglamento CE 139/2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas. Orange notificó a la Comisión Europea el 16 de octubre de 2014 que iba a llevar a cabo la OPA, que fue aprobada con condiciones el 19 de mayo de 2015. Una de estas condiciones era el compromiso de suscripción de un contrato entre Orange y un comprador aprobado por la Comisión Europea, que garantizase que los precios en el mercado de telefonía no iban a subir en exceso.

## 8.2. OPA de MFE-MEDIAFOREUROPE sobre Mediaset<sup>72</sup>

### 8.2.1. Elementos subjetivos

La sociedad sobre la que se formula la OPA es Mediaset España Comunicación, S.A. (en adelante, «Mediaset»), con domicilio social en Madrid, y es la sociedad cabecera de un grupo con varias filiales, las cuales se centran en el sector de los medios de comunicación.

El capital social de Mediaset era, en el momento de la OPA, de 156.583.072 euros, dividido en acciones de 0,50 euros de valor nominal, todas de la misma clase y serie, y que cotizan en las Bolsas de Madrid, Barcelona, Bilbao y Valencia mediante el Sistema de Interconexión Bursátil (Mercado Continuo).

Mediaset tenía, en el momento de la operación, un consejo de administración formado por 11 miembros, de los cuales 5 eran dominicales, 3 ejecutivos, y 3 independientes, y presidido por Borja Prado Eulate. El principal accionista era MFE, a través de Silvio Berlusconi, que poseía el 55,69% del capital social. Por su parte, el *free float* era del 39,25%.

En cuanto al oferente, se trata de MFE-MEDIAFOREUROPE, N.V. (en adelante, «MFE»), con domicilio social en Ámsterdam, Países Bajos. Algunas de las actividades a las que se dedica comprenden la participación directa en la emisión de programas de radio y televisión, la producción de dichos programas, y la edición musical y discográfica.

El capital social de MFE era de 777.186.257,34 euros, dividido en acciones de diferentes clases: una parte eran Acciones A de 0,06 euros de valor nominal, y otra eran Acciones B de 0,60 euros de valor nominal, con la especialidad de que

---

<sup>72</sup> Los datos relativos a esta operación han sido obtenidos del suplemento al folleto explicativo de la operación, enviado por MFE-MEDIAFOREUROPE a la CNMV el 7 de junio de 2022, así como del propio folleto. MFE-MEDIAFOREUROPE, N.V. (2022): «Suplemento al folleto explicativo y folleto. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Mediaset España Comunicación, S.A». Disponible en [https://files.mediaset.es/file/2022/06/09/suplemento-folleto-opa-mfe-2022-oferta-mejorada\\_54af.pdf](https://files.mediaset.es/file/2022/06/09/suplemento-folleto-opa-mfe-2022-oferta-mejorada_54af.pdf) [consulta: 08/03/2023].

otorgaban 10 derechos de voto por cada acción. Las acciones cotizan en Euronext Milan.

MFE también se rige por un consejo de administración, pero de 15 miembros, de los cuales 5 son ejecutivos, 3 no ejecutivos, y 7 no ejecutivos e independientes. El máximo accionista era Fininvest S.p.A (controlada indirectamente por Silvio Berlusconi), con el 50,08% de las acciones, y había un 23,97% de *free float*.

### 8.2.2. Finalidad y aspectos más relevantes

La finalidad que pretendía MFE era alcanzar, al menos, un 85% del capital de Mediaset, con el objetivo último de crear un grupo de medios de comunicación paneuropeo líder, capaz de competir con los mayores medios del mundo. También se buscaba un uso más eficiente del capital, que desembocara en la creación de valor para los accionistas.

El 14 de marzo de 2022, el consejo de administración de MFE acordó por unanimidad la formulación de la OPA. El 15 de marzo de 2022, MFE anunció la oferta, siguiendo lo dispuesto en el art. 16 RDOPAS. El 13 de abril de 2022, el oferente presentó la solicitud de autorización de la OPA ante la CNMV. La OPA se formuló con la intención de llegar a la totalidad de las acciones de Mediaset (distintas de las que ya poseía el oferente).

La contraprestación inicial era de 1,86 euros en efectivo por acción, así como el canje de 4,5 Acciones A de MFE por cada acción de Mediaset. De esta forma, suponía una compraventa y canje de acciones. Como ya se ha dicho, MFE cotiza en Euronext Milan, por lo que la contraprestación en acciones se verá influida por el valor de estas en cada momento. Para paliar esto, se sigue el art. 14.4 RDOPAS<sup>73</sup> y se utiliza la cotización media ponderada por el volumen efectivo de

---

<sup>73</sup> «El oferente deberá indicar el precio en efectivo equivalente que resulta de aplicar a la ecuación de canje la cotización media ponderada de los valores entregados en canje correspondiente al trimestre anterior al anuncio previo de la oferta. La determinación de la cotización media ponderada de los valores entregados en canje se efectuará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores».

las Acciones A de MFE del trimestre anterior, que es de 5,61 euros por acción de Mediaset.

Sin embargo, el 7 de junio de 2022 se emitió un suplemento al folleto explicativo de la OPA, de conformidad con el art. 31.3 RDOPAS<sup>74</sup>. Esto se debe a la decisión de MFE de aumentar la contraprestación en efectivo de la oferta, pasando a ser de 2,16 euros por cada acción de Mediaset. La contraprestación en acciones se mantuvo.

Es importante recalcar que se trató de una oferta voluntaria, lo que implica que MFE no tiene que formular la OPA al precio equitativo al que se refiere el art. 130 TRLMV (ahora art. 110 LMVSI), desarrollado en apartados anteriores, y al que alude el art. 3 RDOPAS para los supuestos de OPA obligatoria. Los 5,61 euros de cotización media ponderada de MFE por acción de Mediaset del canje de acciones suponen un 30% de prima sobre el precio medio ponderado de las acciones de Mediaset durante el trimestre anterior, que era de 4,316 euros.

La OPA voluntaria, acogiéndose a la posibilidad que ofrece el art. 13.2.b) RDOPAS, contenía una condición de aceptación mínima del 66,15% de los derechos de voto de aquellas acciones a las que se dirigía la oferta. En caso de no lograrse, la OPA no habría tenido efectos, de acuerdo con el art. 33.3 RDOPAS<sup>75</sup>, y habría impedido a MFE formular de nuevo la oferta en los siguientes seis meses. Ahora bien, hay que recalcar que MFE podía renunciar a la cesación de efectos si no se llegaba a la aceptación mínima. Esto es precisamente lo que sucedió, puesto que la OPA sólo fue aceptada por el 61,45% de las acciones de Mediaset a las que se dirigía la oferta.

---

<sup>74</sup> «La decisión o acuerdo de modificación de las características de la oferta se acreditará por el oferente en el suplemento en el que figuren detalladamente las modificaciones de las características de la oferta, con referencia expresa a cada uno de los puntos del folleto inicial a que afecten y con mención detallada y separada de las causas determinantes de la modificación. Las modificaciones deberán describirse con la misma precisión, extensión y exactitud que los puntos modificados».

<sup>75</sup> «Las ofertas voluntarias quedarán sin efecto cuando no sean aceptadas por el número mínimo de valores al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando el oferente renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos».



MFE, en cumplimiento del art. 226 TRLMV, comunicó el 7 de julio de 2022 su decisión de renunciar a la condición de aceptación mínima, así como la de adquirir todas las acciones que habían aceptado la oferta<sup>76</sup>.

No se utilizaron medidas de neutralización de las previstas en el art. 135 TRLMV (ahora art. 115 LMVSI) y art. 29 RDOPAS.

Por último, el 14 de julio se comunicó a la CNMV (ex. art. 227 TRLMV) la liquidación de las acciones de contraprestación, tras haber abonado también la parte en efectivo.

### **8.3. OPA de Siemens Energy sobre Siemens Gamesa<sup>77</sup>**

#### **8.3.1. Elementos subjetivos**

La sociedad afectada es Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. (en adelante, «Siemens Gamesa»), con domicilio social en Vizcaya. Su objeto social es, principalmente, la promoción, fabricación y suministro de productos en el sector de las energías renovables.

En el momento de la operación, el capital social de Siemens Gamesa era de 115.794.374,94 euros, representado en acciones de 0,17 euros de valor nominal

---

<sup>76</sup> MFE-MEDIAFOREUROPE, N.V. (2022): «MFE-MEDIAFOREUROPE N.V. comunica su decisión de renunciar a la comunicación de aceptación mínima de la OPA sobre Mediaset España Comunicación, S.A. y adquirir la totalidad de las acciones que han aceptado la OPA». Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={1e2bf2d8-fe46-4f11-85ec-d24139195553}> [consulta: 11/03/2023].

<sup>77</sup> Los datos relativos a esta operación se han obtenido del folleto explicativo de la oferta, remitido por Siemens Energy a la CNMV el 2 de noviembre de 2022. Siemens Energy Global GmbH & Co. KG. (2022): «Folleto explicativo y anexos. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A». Disponible en [https://www.siemensgamesa.com/es-es/-/media/siemensgamesa/downloads/es/investors-and-shareholders/acciones-y-dividendos/20221107-folleto-se-opa.pdf?la=es-es&hash=C7F9E021B618A5D2D71964A7B18AD14DA19139E4&ste\\_sid=b8e781224b92ffc71e8cc01518f2d5b3](https://www.siemensgamesa.com/es-es/-/media/siemensgamesa/downloads/es/investors-and-shareholders/acciones-y-dividendos/20221107-folleto-se-opa.pdf?la=es-es&hash=C7F9E021B618A5D2D71964A7B18AD14DA19139E4&ste_sid=b8e781224b92ffc71e8cc01518f2d5b3) [consulta: 10/03/2023].

de la misma clase y serie. Las acciones de Siemens Gamesa cotizaban en el IBEX 35.

El consejo de administración de la sociedad afectada se componía de 10 miembros, de los cuales 5 eran dominicales (designados por Siemens Energy), 4 independientes, y había un consejero delegado ejecutivo.

El mayor accionista era Siemens Energy, con un 67,07% del capital, por lo que esta OPA es una buena muestra de una reestructuración de grupos. El *free float* era del 26,94% del capital social. Siemens Gamesa estaba controlada por Siemens Energy, a través de la filial Siemens Energy Global (de acuerdo con el art. 131 TRLMV y art. 42 del Código de Comercio, al que remite el art. 5 TRLMV). Con estos datos, se ve que Siemens Energy Global tenía una participación de control en Siemens Gamesa. A estas participaciones de control, ya explicadas con anterioridad, se refiere el art. 4 RDOPAS.

El oferente es Siemens Energy Global GmbH & Co. KG (en adelante, «Siemens Energy Global»), una sociedad limitada alemana con domicilio social en Múnich. La sociedad se dedica a la fabricación, distribución y comercio de productos, así como a la prestación de servicios de mantenimiento y a la investigación y desarrollo en el sector petrolífero, gasístico y de soluciones de hidrógeno, entre otros.

El capital social de Siemens Energy Global era de 174.908.333 euros en el momento de la operación, consecuencia de una aportación de su socio comanditario, Siemens Energy. Este socio es el titular del 100% de su capital. En esta sociedad no hay consejo de administración, sino que hay una junta de accionistas y un socio gerente (Siemens Energy Management).

### 8.3.2. Finalidad y aspectos más relevantes

La intención principal de Siemens Energy era la exclusión de la cotización de las acciones de Siemens Gamesa, una vez liquidada la OPA. La finalidad era una reestructuración de los grupos, de manera que el Grupo Siemens Gamesa y el

Grupo Siemens Energy estuvieran más alineados a nivel estratégico, buscando una mayor integración. La estructura del Grupo Siemens Energy será mucho más sencilla una vez completada la exclusión de cotización de las acciones de Siemens Gamesa. Hay que tener en cuenta que la regulación acerca de las OPAs de exclusión tiene una finalidad tuitiva, dado que, como indica De Cárdenas (1993), en estos casos «los accionistas se ven privados de los beneficios de un mercado abierto que les permite liquidar su inversión en cualquier momento, de ahí la necesidad de establecer una protección adecuada»<sup>78</sup>.

La OPA se dirigía a la totalidad de las acciones de Siemens Gamesa que no estuvieran ya participadas por Siemens Energy Global, por lo que se buscaba la adquisición del 32,93% del capital social.

Como Siemens Energy Global y su accionista de control ya poseían el 67,07% del capital de Siemens Gamesa, no estaban obligados a formular OPA, por lo que se trató de una OPA voluntaria, rigiéndose por el art. 137 TRLMV (ahora art. 117 LMVSI) y art. 13 RDOPAS. En consecuencia, y según el art. 13.5 RDOPAS, no era necesario formularla al precio equitativo de los art. 130 TRLMV y art. 9 RDOPAS, aunque Siemens Energy Global considera que la contraprestación ofrecida sí que reunía los requisitos para ser considerado como precio equitativo. Esta opinión no se compartió por todos los accionistas, ya que uno de ellos, FourWorld Capital Management, decidió recurrir el precio de la OPA, por no considerarlo adecuado.

Esta OPA, a diferencia de la de MFE sobre Mediaset, no estaba sujeta a ninguna condición.

La contraprestación ofrecida por Siemens Energy fue de 18,05 en efectivo por cada acción de Siemens Gamesa. Para tener una referencia, Siemens Energy contrató a PwC como experto independiente, que elaboró un informe de valoración utilizando los métodos ya explicados del art. 10.5 RDOPAS. Esto era

---

<sup>78</sup> De Cárdenas Smith, C. (1993): *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*. Editorial Civitas, Madrid, p. 72.

clave para poder alegar la excepción a la oferta pública de exclusión del art. 11.d) RDOPAS. El informe, utilizando el método de valoración de Descuentos de Flujos de Caja, obtenía un rango de entre 16,03 y 19,85 euros por acción de Siemens Gamesa. Si se calcula con el método de cotización media ponderada de las acciones en los 6 meses anteriores, el valor obtenido era de 18,01 euros por acción.

La CNMV autorizó la operación el 7 de noviembre de 2022<sup>79</sup>. El plazo de aceptación de la oferta iba del 8 de noviembre de 2022 al 13 de diciembre de 2022, y concluyó con un 77,88% de aceptación. Con esto, Siemens Energy incrementó su participación en Siemens Gamesa hasta el 92,72%. Siemens Energy, con el firme propósito de excluir las acciones de Siemens Gamesa de cotización, ha utilizado el procedimiento de adquisición sostenida del art. 11.d) RDOPAS, ofreciendo la compra de acciones de Siemens Gamesa a 18,05 euros cada una, por un plazo mínimo de un mes, en el cual las acciones permanecen suspendidas de negociación. Esto ha sido posible porque se cumplen los requisitos del art. 82 TRLMV de exclusión de negociación voluntaria, al poseer Siemens Energy más del 75% del capital con derecho a voto de la sociedad afectada. Además, es necesaria la aprobación de la junta general de accionistas, que no es necesario que se adopte por mayoría reforzada<sup>80</sup>, si bien el art. 200.1 LSC permite que los estatutos sociales aumenten la mayoría exigida, siempre que no se llegue a la unanimidad. La junta ha tenido lugar el 25 de enero de 2023, con un resultado del 98,43% de los accionistas a favor.

Por último (a fecha de realización de este trabajo), el 7 de febrero de 2023 la CNMV decidió suspender la cotización de las acciones de Siemens Gamesa, al haber culminado el período de adquisición sostenida de los valores. Tras dicho período, Siemens Energy posee el 97,79% del capital social de la sociedad afectada. No se cumplían las exigencias de los art. 136 TRLMV (ahora art. 116 LMVSI), 47 y 48 RDOPAS de compraventas forzosas o *squeeze-out*, puesto que,

---

<sup>79</sup> CNMV (2022): «Autorización de la OPA sobre Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. formulada por Siemens Energy Global GmbH & Co. KG». Disponible en <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7B858743c8-fff3-4aa5-9c1d-3d8dd30b2de6%7D> [consulta: 13/03/2023].

<sup>80</sup> López Martínez, M. *cit.*

pese a que sí que se llegaba al 90% del capital de Siemens Gamesa, la oferta no fue aceptada por accionistas que representaran el 90% de los derechos de voto, como se ha dicho.

Es relevante mencionar que, en este caso, al igual que en la OPA de MFE sobre Mediaset, tampoco se acordaron medidas de neutralización.

## 8. CONCLUSIONES

Puede concluirse que el camino hasta el régimen actual de las OPAs no ha sido fácil, habiendo desacuerdo en aspectos esenciales de las OPAs por algunos Estados Miembros de la Unión Europea. Sin embargo, el esfuerzo armonizador culminado con la Directiva de OPAs mereció la pena, al contribuir al Mercado Único Europeo. En España, concretamente, supuso un punto de inflexión, pasando de un sistema de OPA *a priori* a un sistema *a posteriori*, y al introducirse nuevos umbrales de control, regulación sobre mecanismos de defensa, el precio equitativo (que incrementa el precio de las OPAs obligatorias) y las demás especialidades que ya han sido desarrolladas.

También se ha abordado la figura de las nuevas acciones de lealtad, introducidas con la Ley 5/2021, y que constituyen una excepción al principio de *one share, one vote* de los art. 118.2 y 96.2 LSC. Se ha explicado, asimismo, cómo el art. 527 *quinquies* LSC trata de solventar los problemas potenciales que podrían provocar en el cómputo de los derechos de voto, si bien, y como también se ha indicado, parte de la doctrina lo critica.

En otro orden de cosas, se han analizado los mecanismos de los que disponen los accionistas para obstaculizar la formulación de una OPA, tanto a través de medidas preventivas, entre las que se halla la limitación al número máximo de votos que un accionista puede emitir, como de medidas defensivas. En este sentido, se detalla la regulación actual, que ha sido fruto de varias reformas y de gran controversia. Se ha pretendido exponer cuáles son las principales posturas a favor de estas cláusulas anti-OPA, que defienden que los gestores pueden centrarse en el largo plazo y que se evita el problema de acción colectiva, así como la opinión de sus detractores, que arguyen que las OPAs hostiles disminuyen los costes de agencia e incrementan el precio por la prima de control.

En último lugar, se describen los principales elementos de las OPAs de Orange sobre Jazztel, de MFE-MEDIAFOREUROPE sobre Mediaset, y de Siemens Energy sobre Siemens Gamesa, incluyendo los detalles que hacen únicas a cada operación, como la enorme dimensión, la concentración de poder en un sector

decisivo (el de los medios de comunicación), o un ejemplo de una reestructuración de grupos, respectivamente.

Por supuesto, es importante apuntar que este trabajo es una mera aproximación a la inmensa institución jurídica que es la OPA, sin que se puedan abarcar todas sus facetas en un único trabajo. Hay aspectos, como el desarrollo del proceso de OPA propiamente dicho, que se han mencionado tangencialmente. Sin duda, el autor de estas líneas se plantea profundizar más al respecto en un futuro cercano.

Las OPAs son una institución de enorme importancia, y parece que, a fecha de realización de este estudio, cabe pronosticar un incremento de las operaciones en un futuro próximo. En un contexto de mercado bajista (con el IBEX-35 cotizando sensiblemente por debajo de los 10.000 puntos), con grandes empresas en niveles mínimos y el exceso de liquidez que se ha ido acumulando estos años, y que dota a las gestoras de mucha capacidad de inversión (*dry powder*), además de la fortaleza del dólar (que puede atraer a inversores estadounidenses), es razonable esperar un aumento de las OPAs.

A modo de reflexión final, el autor considera que este trabajo ha sido trascendental de cara a su formación jurídica y a un mejor desempeño laboral en el futuro cercano. El aprendizaje en temas tan interesantes es un privilegio, y este estudio ha permitido conocer la opinión de la mejor doctrina, así como poder hablar con abogados de reconocido prestigio. Una materia tan amplia como las OPAs excede, sin duda, el contenido habitual que las asignaturas de Grado pueden ofrecer, por lo que este trabajo ha sido una gran oportunidad para expandir conocimientos.

## 10. BIBLIOGRAFÍA

Alfaro Águila-Real, J. (2014): «El derecho de venta conjunta (*tag along*) como sustitutivo de la OPA obligatoria». Disponible en <https://derechomercantiles pana.blogspot.com/2014/02/el-derecho-de-venta-conjunta-tag-along.html#more> [consulta: 24/02/2023].

Alfaro Águila-Real, J. (2020): «Métodos de valoración adecuados e inadecuados». Disponible en <https://derechomercantiles pana.blogspot.com/search?q=OPA> [consulta: 26/02/2023].

Alfaro Águila-Real, J. (2021): «Piensa al revés: para entender las acciones de lealtad, piensa en limitaciones al número de votos que puede emitir un accionista». Disponible en <https://derechomercantiles pana.blogspot.com/2021/05/piensa-al-reves-para-entender-las.html> [consulta: 25/02/2023].

Allen & Overy (2021): «Planificación estratégica de las Ofertas Públicas de Adquisición». Disponible en [https://www.allenoverly.com/global/-/media/allenoverly/2\\_documents/news\\_and\\_insights/publications/2021/05/guia\\_planificacion\\_estrategica\\_de\\_OPAs\\_2021\\_a0\\_y\\_georgeson.pdf?rev=9c5b859ec9a446529fc7966efde8004c](https://www.allenoverly.com/global/-/media/allenoverly/2_documents/news_and_insights/publications/2021/05/guia_planificacion_estrategica_de_OPAs_2021_a0_y_georgeson.pdf?rev=9c5b859ec9a446529fc7966efde8004c) [consulta: 03/02/2023].

Alvargonzález, M. (2020): «Las OPAs de exclusión: Regulación, procedimiento y criterios para la determinación de su contraprestación». Disponible en <https://repositorio.comillas.edu/xmlui/handle/11531/38382> [consulta: 10/02/2023].

Armendáriz Lasso, E. (2012): «Modelos de valoración de empresas. Un análisis crítico», *Revista Ciencia UNEMI*, 7, pp. 74-87.

BBVA (2023): «Free Float explicado por BBVA España». Disponible en <https://www.bbva.es/diccionario-economico/f/free-float.html> [consulta: 10/03/2023].



Buil Vera, I. (2020): «Implicación de los accionistas en la sociedad a largo plazo. Voto adicional por lealtad», *Revista CEFLegal*, 239.

Carretero, E. (2015): «El precio equitativo en la regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 17.

Chemmanur, T., Paeglis, I., Simonyan, K. (2011): «Management Quality and Antitakeover Provisions», *Journal of Law and Economics*, 3, University of Chicago.

Chemmanur, T., Tian, X. (2010): «Do Anti-Takeover Provisions Spur Corporate Innovation? A Regression Discontinuity Analysis», *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 3, pp. 1163-1194.

CNMV (2022): «Autorización de la OPA sobre Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A. formulada por Siemens Energy Global GmbH & Co. KG». Disponible en <http://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t=%7B858743c8-fff3-4aa5-9c1d-3d8dd30b2de6%7D> [consulta: 13/03/2023].

CNMV (2022): «Las OPAs. Qué son y cómo actuar». Disponible en [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO\\_OPA.PDF](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Fichas/FOLLETO_OPA.PDF) [consulta: 10/02/2023].

CNMV (2022): «Tipos de OPAs». Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/OPAs-Tipos.aspx> [consulta: 10/02/2023].

De Cárdenas Smith, C. (1993): *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*. Editorial Civitas, Madrid.

De Cárdenas Smith, C. (2009): «Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 5, pp. 383-401.

Devesa y Calvo (2021): «La *Golden Share* (o cómo garantizar el control estatal en empresas privatizadas)». Disponible en <https://www.devesaycalvo.es/la-golden-share-o-como-garantizar-el-control-estatal-en-empresas-privatizadas/1/> [consulta: 18/03/2023].

Fernández-Albor Baltar, A. (2011): «Los blindajes en las sociedades cotizadas. ¿Defensa del administrador o defensa del accionista?» Disponible en <https://www.cremadescalvosotelo.com/sites/default/files/299-los-blindajes-en-las-sociedades-cotizadasl.pdf> [consulta: 26/02/2023].

Fernández Larrea, I. (2020): «El mecanismo de voto doble en las sociedades cotizadas: las acciones de lealtad», *La Ley mercantil*, 75, pp. 11-54.

Fernández Larrea, I. (2023): «Caso Celsa: ¿golpe del gobierno a los planes de reestructuración?». Disponible en <https://www.hayderecho.com/2023/01/10/caso-celsa-golpe-del-gobierno-a-los-planes-de-reestructuracion/> [consulta: 03/03/2023].

Fernández Torres, I. (2019): «El voto doble por lealtad». Disponible en <https://almacenederecho.org/el-voto-doble-por-lealtad> [consulta: 19/02/2023].

Gandía Pérez, E. (2016): «Acciones de voto plural y *loyalty shares*. Reflexiones en torno al principio de proporcionalidad a propósito de la reciente introducción del voto privilegiado en Italia», *Revista de Derecho Mercantil*, 300, pp. 61-112.

García de Enterría, J. (1996): *La OPA obligatoria*. Editorial Civitas, Madrid.

García de Enterría, J. (2021): «Acciones de lealtad: efectos en junta, OPAs y participaciones significativas», *La Ley mercantil*, 79.

García de Enterría, J. (2022): «A vueltas con el concierto en materia de OPA obligatoria: los pactos parasociales y el ejercicio concertado de los derechos de votos», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, 31, pp. 1-40.

Garrido, J.M., Miquel Rodríguez, J. y Górriz López, J. (2010): *La internacionalización del derecho de sociedades*. Editorial Atelier.

IESE (1999): «Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiples de compañías comparables». Disponible en <https://web.iese.edu/PabloFernandez/docs/FN-0462.pdf> [consulta: 26/02/2023].

Immenga, U. (2001): *El Mercado y el Derecho. Estudios de Derecho de la Competencia*. Editorial Tirant lo Blanch, Valencia.

Institutional Shareholder Services Europe (ISS Europe)/Shearman & Sterling/ECGI (2007): «Report on the Proportionality Principle in the European Union». Disponible en <https://www.ecgi.global/content/one-share-one-vote-2007> [consulta: 28/02/2023].

Juste Mencía, J., Recalde Castells, A. (2010): *Derecho de OPAs: Estudio Sistemático del régimen de Ofertas Públicas de Adquisición en el Derecho Español*. Editorial Tirant lo Blanch, Valencia.

Kadyrzhanova, D., Rhodes-Kropf, M. (2006): «Concentrating on Governance», *Journal of Finance, AFA 2007 Chicago Meeting Paper*, pp. 1649-1685.

Kirchner, C. (1999): *Neutralitäts und Stillhaltepflicht des Vorstands der Zielgesellschaft im Übernahmerecht*. Editorial AG.

Lara, R., Rojo, A., y Beltrán, E. (2011): *Comentario a la Ley de Sociedades de Capital. Tomos I y II*, Editorial Civitas, Madrid.

Linklaters (2023): «Nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión». Disponible en <https://e.linklaters.com/91/7772/downloads/alert-lmvsj.pdf> [consulta: 27/03/2023].

López Martínez, M. (2009) en García de Enterría, J, y Zurita y Sáenz de Navarrete, J., *La regulación de las OPAS (Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio)*, Editorial Civitas, Madrid.

MAPFRE FAMILIAR COMPAÑÍA DE SEGUROS Y REASEGUROS, S.A. (2012): «Folleto explicativo. Oferta Pública de Adquisición de acciones de FUNESPAÑA, S.A». Disponible en <https://www.mapfre.com/media/accionistas/2012/03-2012-folleto-explicativo.pdf> [consulta: 26/02/2023].

MFE-MEDIAFOREUROPE, N.V. (2022): «Suplemento al folleto explicativo y folleto. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Mediaset España Comunicación, S.A». Disponible en [https://files.mediaset.es/file/2022/06/09/suplemento-folleto-opa-mfe-2022-oferta-mejorada\\_54af.pdf](https://files.mediaset.es/file/2022/06/09/suplemento-folleto-opa-mfe-2022-oferta-mejorada_54af.pdf) [consulta: 08/03/2023].

MFE-MEDIAFOREUROPE, N.V. (2022): «MFE-MEDIAFOREUROPE N.V. comunica su decisión de renunciar a la comunicación de aceptación mínima de

la OPA sobre Mediaset España Comunicación, S.A. y adquirir la totalidad de las acciones que han aceptado la OPA». Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={1e2bf2d8-fe46-4f11-85ec-d24139195553}> [consulta: 11/03/2023].

Mosca, C. (2019): «Should Shareholders Be Rewarded for Loyalty? European Experiments on the Wedge edge Between Tenured Voting and Takeover Law», *Michigan Business & Entrepreneurial Law Review*, 2, pp. 245-289.

Mucciarelli, F. (2006): «White Knights and Black Knights – Does the Search for Competitive Bids always Benefit the Shareholders of Target Companies?», *European Company and Financial Law Review*, 3, pp. 409-423.

Orange, S.A. (2015): «Folleto explicativo. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Jazztel, p.l.c». Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/verDoc.axd?t={3e0f2c12-a907-43d5-a779-3d979134b39f}> [consulta: 10/03/2023].

Palacín Sánchez, M.J. (2009): «Las Ofertas Públicas de Adquisición en España (1991-2002)», *Revista de Bolsa de Madrid*, 127, pp. 72-80.

Parlamento Europeo (2003): «Documento de Trabajo sobre la propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición (OPAS)». Disponible en <https://www.europarl.europa.eu/meetdocs/committees/itre/20030423/489309ES.pdf> [consulta: 01/02/2023].

Pennington, R. (1974): *Report on takeover and other bids*. XI/56/74-E.

Rico Carrillo, M. «(2006): El control jurídico de las OPAS: La legislación española frente a la directiva 2004/25/CE», *Foro Jurídico*, 6. Disponible en <https://revistas.pucp.edu.pe/index.php/forojuridico/article/view/18436> [consulta: 03/02/2023].

Rodríguez Artigas, F. (2006): *Derecho de sociedades anónimas cotizadas: (estructura de gobierno y mercados)*. Editorial Thomson Reuters.

Romero Fernández, J.A. (2020): «Las proyectadas acciones de lealtad en las sociedades cotizadas: el nuevo blindaje accionarial», *Revista de derecho bancario y bursátil*, 158, pp. 129-158.

Sánchez Andrés, A. (2016): «Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas», *Revista Jurídica Universidad Autónoma De Madrid*, 8, pp. 331-360.

Sánchez-Calero, J. (2006): «La Armonización Disgregante: La Directiva de OPAS y el principio de neutralización de medidas defensivas», *Documentos de Trabajo del departamento de Derecho Mercantil*, 3, pp. 3-28.

Sánchez-Calero, J. (2010): «El misterio de las OPAs: Realidad, doctrina y regulación», en González Castilla *et al.*, *Estudios de Derecho del Mercado Financiero. Homenaje al Profesor Vicente Cuñat Edo*, Universidad de Valencia, Valencia, pp. 741-754.

Sánchez-Calero, F. (2009): *Ofertas Públicas de Adquisición de acciones*. Editorial Thomson Reuters, Pamplona.

Siemens Energy Global GmbH & Co. KG. (2022): «Folleto explicativo y anexos. Oferta Pública de Adquisición de acciones de Siemens Gamesa Renewable Energy, S.A». Disponible en [https://www.siemensgamesa.com/es-es/-/media/siemensgamesa/downloads/es/investors-and-shareholders/acciones-y-dividendos/20221107-folleto-se-opa.pdf?la=es-es&hash=C7F9E021B618A5D2D71964A7B18AD14DA19139E4&ste\\_sid=b8e781224b92ffc71e8cc01518f2d5b3](https://www.siemensgamesa.com/es-es/-/media/siemensgamesa/downloads/es/investors-and-shareholders/acciones-y-dividendos/20221107-folleto-se-opa.pdf?la=es-es&hash=C7F9E021B618A5D2D71964A7B18AD14DA19139E4&ste_sid=b8e781224b92ffc71e8cc01518f2d5b3) [consulta: 10/03/2023].

Sociedad General de Aguas de Barcelona (2010): «Folleto explicativo. Oferta Pública de Adquisición de sus propias acciones». Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/verDoc.axd?t={f577d333-f9a3-40cf-b76a-4d012193b0b9}> [consulta: 26/02/2023].

Tapia Hermida, A.J. (2008): «El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS) en la Unión Europea y en España», *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 20, pp. 6-23.

Uría Menéndez (2007): «Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores». Disponible en <https://www.uria.com/documentos/publicaciones/2700/documento/GuiaUM.pdf?id=2927> [consulta: 17/02/2023].

Vives, F. (2008): *Las operaciones de «Public to Private» en el Derecho de OPAS español*. Editorial Thomson Civitas, Madrid.