



Universidad de Valladolid

TRABAJO DE FIN DE GRADO

GRADO EN DERECHO Y ADMINISTRACION Y
DIRECCION DE EMPRESAS

**LAS OPAS HOSTILES, SU REGULACION
Y SUS POSIBLES MEDIDAS
DEFENSIVAS**

Presentado por José Javier Rodríguez Martín

Tutelado por Luis Antonio Velasco

VALLADOLID

INDICE

1.- MARCO TEORICO Y CONCEPTUAL. NATURALEZA DE LAS OPAS.....	5
1.1.- CONCEPTO Y CARACTERISTICAS GENERALES DE LAS OPAS.	5
1.2.- EVOLUCION HISTORICA DE LAS OPAS.....	6
2.- CLASES DE OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICIÓN.....	9
3.- REGIMEN JURIDICO DE LAS OPAS.....	12
3.1.- CONTEXTO Y PROCESO DE ELABORACION DE LA REGULACION SOBRE LAS OPAS EN LA UNION EUROPEA.	12
3.2.- REGIMEN JURIDICO DE LA DIRECTIVA 2004/25/CE.....	14
3.3.- CONTEXTO Y PROCESO DE ELABORACION DE LA REGULACION SOBRE LAS OPAS EN ESPAÑA. NOVEDADES DE LA NUEVA NORMATIVA.	19
4.- LA OFERTA PUBLICA DE ADQUISICION HOSTIL	26
4.1.- PRINCIPALES CARACTERISTICAS DE LA OPA HOSTIL	26
4.2.-FINALIDAD DE LA OPA HOSTIL	29
4.3.- EL DEBER DE NEUTRALIDAD DE LOS ADMINISTRADORES	31
5.- MEDIDAS DEFENSIVAS CONTRA LAS OPAS HOSTILES.....	36
5.1.- MEDIDAS PREVENTIVAS ANTE LAS OPAS HOSTILES.....	36
5.2.- MEDIDAS DEFENSIVAS EN SENTIDO ESTRICTO ANTE LAS OPAS HOSTILES	43
6.- REALIDAD PRACTICA DE LAS OPAS HOSTILES EN ESPAÑA.....	56
6.1.- LA OPA HOSTIL DEL BBVA SOBRE EL BANCO SABADELL.....	57
7.- CONCLUSIONES.....	61
8.- BIBLIOGRAFIA:.....	64

RESUMEN

Este trabajo lleva a cabo un análisis detallado de la realidad jurídica y práctica de las OPAs hostiles, analizando este mecanismo de adquisición del control societario, desde sus características generales, hasta su marco normativo y las medidas que pueden emplearse para defenderse de estas operaciones. Para comenzar se realiza una descripción de este mecanismo y, de cómo estas operaciones han evolucionado a lo largo de la historia, ante diferentes contextos y regulaciones, adaptándose a la realidad de la época. A continuación, se analiza en profundidad el régimen jurídico que regula esta materia, tanto en España como en el ámbito de la Unión Europea, empezando por la evolución de estos regímenes, reflejada en los distintos textos legales, que fueron regulando esta materia a lo largo del tiempo. Para después, centrarse la regulación actual de las OPAs, sus fundamentos teóricos, los principios en los que se apoya y, las novedades introducidas por las regulaciones vigentes, como la recientemente aprobada Ley 6/2023. Para finalizar el trabajo, se realiza un estudio de las distintas medidas defensivas que pueden adoptar las sociedades cotizadas, tanto antes de la presentación de una OPA ante la sociedad, a través de las medidas preventivas, como después de haberse formulado la OPA contra la sociedad, mediante las medidas defensivas en sentido estricto. Para apreciar la realidad práctica de estas operaciones en nuestro país, se concluye con un análisis de la reciente OPA hostil del BBVA contra el Banco Sabadell.

Palabras clave: OPA hostil, medidas defensivas, mercado de valores, sociedad cotizada.

ABSTRACT

This paper carries out a detailed analysis of the legal and practical reality of hostile takeover bids, analysing this mechanism for acquiring corporate control, from its general characteristics to its regulatory framework and the measures that can be used to defend against this operations. To begin with, a description is given of this mechanism and how these operations have evolved throughout history, in different contexts and regulations, adapting to the reality of the times. It then goes on to analyse in depth the legal regime that regulates this matter, both in Spain and in the European Union, starting with the evolution of these regimes, reflected in the different legal texts that have regulated this matter over time. It then focuses on the current regulation of takeover bids, their theoretical foundations, the principles on which they are based and the new features introduced by current regulations, such as the recently approved Law 6/2023. Finally, the paper concludes with a study of the different defensive measures that listed companies can adopt, both before a

takeover bid is launched againsts the company, through preventive measures, and after the takeover bid has been launched againsts the company, through defensive measures in the strict sense of the term. In order to appreciate the practical reality of these operations in Spain, we conclude with an analysis of the recent hostile takeover bid by BBVA againsts Banco Sabadell.

Keywords: hostile takeover bid, defensive measures, stock market, listed company.

1.- MARCO TEORICO Y CONCEPTUAL. NATURALEZA DE LAS OPAS.

Para realizar un análisis completo sobre las OPAs hostiles, y las medidas defensivas que se pueden implementar contra las mismas, es necesario comenzar haciendo un estudio preliminar de los rasgos distintivos de este tipo de operaciones y su evolución a lo largo del tiempo según las diferentes regulaciones.

1.1.- CONCEPTO Y CARACTERISTICAS GENERALES DE LAS OPAS.

Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) se configuran como una herramienta o procedimiento que tiene su desarrollo en el marco del mercado de valores, y se podrían definir como las operaciones, llevadas a cabo, tanto por personas físicas como por sociedades de distinto tipo, cuya finalidad es conseguir o ampliar el control de una sociedad cotizada en bolsa mediante la adquisición de las acciones que poseen los accionistas actuales de la sociedad cuya adquisición se pretende, a cambio de la entrega de una contraprestación generalmente monetaria, pero que también puede tomar otras formas, como por ejemplo, mediante la entrega de acciones o de forma mixta, entregando parte del montante en efectivo y lo restante en acciones.

A raíz de su definición, se pueden destacar una serie de características comunes que comparten todas las OPAs independientemente del tipo que sean. En primer lugar, para que tenga lugar la operación debe de existir “animus” por parte del sujeto activo, quien lleva a cabo la oferta, de adquirir el control de la sociedad a la que se dirige la oferta, este control puede ser total o parcial, en función del número de acciones cuya adquisición se pretenda. En todo caso, el volumen de acciones adquirido siempre debe ser significativo, ya que debe traducirse en la obtención de la capacidad de gestionar y dirigir la sociedad adquirida, aunque la adquisición de acciones no sea total; en definitiva, debe suponer el control por parte del adquirente, ya sea una persona física o jurídica.

Junto a este animus de adquirir el control de otra sociedad, es importante destacar que no se refiere a cualquier tipo de sociedad, sino que estas ofertas públicas de adquisición deben dirigirse únicamente a sociedades cotizadas, sociedades cuyo capital social está integrado por múltiples acciones, cuyo valor fluctúa y se negocia en el mercado de valores, un mercado financiero secundario donde se fijará la cotización de estas, que evolucionará en

base a su oferta y demanda. Por tanto, la oferta siempre debe dirigirse a una sociedad cotizada en bolsa.

Por último, en relación con la propia oferta sobre la que versa la operación, esta oferta debe ser pública y debe tener como destinatarios a la totalidad de los accionistas de la sociedad cotizada a la que se dirige la oferta, con la finalidad de adquirir la propiedad de sus acciones a cambio de una contraprestación, que puede ser en efectivo, a través de la entrega de acciones o mixta, combinando los criterios anteriores, pero siempre con valor económico en el mercado.

1.2.- EVOLUCION HISTORICA DE LAS OPAS

Una vez definido el concepto de las OPAS, para conocerlas en profundidad es interesante observar su evolución histórica para ver cómo se han ido transformando los distintos modelos y procedimientos de ejecución a lo largo de la historia mediante la aprobación de nuevas regulaciones y disposiciones que han ido introduciendo las modificaciones pertinentes hasta la formulación del modelo actual, recientemente aprobado con la Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, del 17 de marzo de 2023.

La primera regulación sobre las OPAS se puede rastrear en el Reino Unido, donde se aprobó en 1968 el denominado “The City Code on Takeovers and Mergers” conteniendo las reglas que había que respetar en las operaciones de adquisición de aquellas sociedades que cotizasen en la bolsa; reglas cuyo objetivo era garantizar igualdad y equidad en el trato de los accionistas, principalmente si eran de la misma clase. El cumplimiento del código se hacía efectivo a través del *Panel de Adquisiciones y Fusiones*, como autoridad que supervisaba el respeto de la normativa en estas operaciones. Esta regulación ha influido en la Directiva de la Unión Europea sobre las OPAS que rige en la actualidad.

En España, con un mercado de valores mucho menos desarrollado, hay que esperar hasta los años 80, cuando se aprueba el Real Decreto 1848/1980, que abrió las puertas a la realización de ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, considerándolas operaciones singulares que suponen ofertas y demandas excepcionales que no pueden ser

sometidas a leyes de contratación generales¹. Esta regulación, a pesar de no ser completa, ya que faltaban aspectos importantes en la normativa como un catálogo de operaciones exceptuadas de su aplicación, sentó las bases para la regulación de este tipo especial de operaciones de adquisición de acciones en España.

Posteriormente, se siguieron promulgando Reales Decretos con el objetivo de modificar la normativa anterior, introduciendo innovaciones para adaptar la regulación a la realidad del momento y a los avances del derecho interno e internacional. Para ello se aprobó primero el Real Decreto 279/1984 que se centró en garantizar una mayor protección a los propietarios de las acciones de las sociedades objetivo frente a los oferentes, para que existieran límites y garantías en las operaciones.

A los cuatro años, se promulgo la Ley 24/1988, del Mercado de valores, que buscaba potenciar el mercado de valores español después de la incorporación de España a las Comunidades Europeas en 1986, estuviere en las condiciones óptimas para adaptarse al mercado bursátil europeo, común para los países de la zona euro. Más precisamente, en relación con las OPAS, amplió su regulación incorporando nuevas disposiciones que fueron posteriormente desarrolladas reglamentariamente por el Real Decreto 1197/1991 sobre régimen de ofertas públicas de adquisición de valores, con el objetivo de renovar su regulación e incorporar las disposiciones específicas de la nueva Ley del Mercado de Valores previamente mencionada, adaptando el derecho interno a las disposiciones internacionales. En esta nueva regulación se introducen aspectos como los criterios para fijar el precio equitativo que debe comportar la oferta o la regulación de la OPA de exclusión, e incluso reforzando el papel de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El siguiente paso en esta evolución no fue algo sencillo, ya que, como consecuencia de la creación de la Unión Europea (UE) se sucedieron multitud de tratados y directivas de diversa índole, con el objetivo de armonizar la normativa europea con la normativa interna de cada uno de los países miembros. Para ello se elaboró la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición, y que fue el resultado de años de esfuerzo y cooperación entre los distintos países y la UE, para superar todas las discrepancias que generó su elaboración, ya que había determinados temas como

¹ Real Decreto Ley 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios.

los mecanismos de defensa aptos contra este tipo de operaciones en los que no se lograba consenso, lo que, unido a su importancia central en la regulación, llevaron a que el proceso se dilatará durante numerosos años hasta la aprobación de la referida Directiva.

Directiva que posteriormente se tuvo que trasponer al derecho interno mediante la Ley 6/2007, que además de incorporar la normativa europea alineándola con el derecho español, reformó la antigua Ley del Mercado de Valores, la ley 24/1988, para modificar el régimen de las ofertas públicas de adquisición y la transparencia de los emisores. Lo dispuesto en estas disposiciones legales se incorporó y desarrolló posteriormente en el Real Decreto 1066/2007 sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, cuyo objetivo fue completar las modificaciones de la Ley 6/2007 para profundizar en el objetivo de introducir los cambios exigidos por la transposición de la Directiva 2004/25/CE y, garantizar un marco legal completo, que ofreciera seguridad jurídica para el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores².

Mediante este Real Decreto 1066/2007 se introduce como novedad llamativa el sistema de la OPA a posteriori. En este sentido se exige la formulación de una OPA cuando se alcanza el control de la sociedad cotizada y solo a partir de ese momento; mientras que antes se exigía la formulación de la OPA cuando se buscaba sobrepasar con ella alguno de los umbrales constitutivos de participación significativa.³

Para culminar la evolución histórica de este mecanismo hay que acudir a la regulación actual, necesitada de un desarrollo reglamentario posterior. Esta se encuentra en la Ley 6/2023, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, aprobada recientemente, que introduce una serie de modificaciones no sustanciales para actualizar la regulación a la situación actual y, que supone la normativa vigente en España para regir las ofertas públicas de adquisición.

² Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

³ Fundación de Estudios Bursátiles y Financieros “*La nueva normativa de las OPAs en España. Balance del Real Decreto 1066/2007 desde su entrada en vigor*”, Civitas Thomson Reuters, España, 2010, pág. 58.

2.- CLASES DE OFERTAS PUBLICAS DE ADQUISICIÓN

Existen distintas modalidades de ofertas públicas de adquisición, modalidades que se van a clasificar en distintas categorías en función del criterio utilizado. Estos criterios pueden ser en función de la obligatoriedad o no de su realización; del medio utilizado como contraprestación o, de la aceptación o repudiación por parte de los administradores de la sociedad contra la que se dirige la oferta pública de adquisición.

Para comenzar la clasificación primero hay que realizar una precisión: cuando se menciona el régimen que regula las ofertas públicas de adquisición, como se ha explicado previamente en las características generales de estas operaciones, el mismo únicamente va referido a la ofertas que se realizan para adquirir el control de sociedades cotizadas, dejando fuera de la regulación de este mecanismo a las demás sociedades anónimas no cotizadas, una característica que no es propia del derecho interno español, sino generalizada para el resto de países europeos. Por tanto, solo es válida la oferta pública de adquisición que vaya referida a las sociedades cotizadas, para las que sí existe regulación.

Dentro de una primera clasificación, en función de la obligatoriedad o no de su realización, hay que distinguir dos tipos de OPAS, las obligatorias y las voluntarias. Las OPAS obligatorias vienen expresamente determinadas por la ley para ciertos supuestos, con el objetivo de asegurar los derechos de los accionistas de la sociedad cuyo control se pretende⁴. Esta obligatoriedad por tanto está sujeta a una serie de requisitos. En primer lugar, es indispensable que la oferta se refiera al 100% de las acciones que componen el capital social de la empresa objetivo. Además, la oferta no puede asegurarse mediante el establecimiento de condiciones y la contraprestación debe ser equitativa. Por otro lado, la obligatoriedad de estas ofertas se presenta únicamente en tres supuestos establecidos por ley; concretamente, procederán las OPAs obligatorias cuando: un accionista alcanza el control de la sociedad, cuando la sociedad objetivo acuerda la exclusión de negociación para sus acciones y, por tanto, sus acciones dejan de cotizar en bolsa y por último, cuando la sociedad

⁴ Una de las principales finalidades del sistema de las OPAS obligatorias es permitir que todos los accionistas se beneficien de la prima de control, incluyendo a los accionistas minoritarios y garantizando, por tanto, la igualdad de trato de los accionistas. Cuando el oferente trata de adquirir las acciones que confieren el control de la empresa deberá pagar por ellas una cantidad superior a su precio en el mercado. Este sobreprecio es la denominada prima de control, y con las OPAS obligatorias se trata de repartir dicha prima entre todos los accionistas de la sociedad, sin distinción.

objetivo realiza una reducción de capital mediante la compra de sus propias acciones, para posteriormente amortizarlas⁵.

Diferentes de las OPAs obligatorias son las OPAs voluntarias, caracterizadas por la ausencia del vínculo obligacional establecido por ley para determinados supuestos, ya que este tipo de OPAs se llevan por cabo a voluntad del oferente. Otra diferencia respecto de las obligatorias radica en la ausencia de requisitos relacionados con la forma que debe tomar la oferta, ya que en estos casos el oferente puede determinar el precio que estime conveniente, y la oferta no tiene por qué referirse al 100% de las acciones del capital social, sino que se podrá seleccionar la cantidad de acciones que el oferente considere óptima (siempre que dicha cantidad no cumpla los requisitos que obligan a formular una OPA por todo el capital social) e incluso pueden estar sujetas a condiciones determinadas expresamente por el oferente.

Siguiendo con la clasificación, atendiendo al criterio del medio utilizado como contraprestación, se puede distinguir entre las OPAs en efectivo, las OPAs mediante el intercambio de acciones o las OPAs mixtas. Las primeras son las más comunes ya que el medio de pago es más seguro, y en ellas el sujeto que realiza la oferta, ofrece como precio una cantidad de dinero en efectivo por cada una de las acciones de la sociedad objetivo. En cuanto a las OPAs que se llevan a cabo mediante intercambio de acciones, el medio de pago en esta situación no es dinero en efectivo, sino que se ofrecen a los accionistas acciones pertenecientes al propio sujeto que realiza la oferta, a cambio de las acciones de la sociedad cuyo control se pretende. Es menos utilizado puesto que las acciones aportan más incertidumbre que el dinero en la operación. Por último, las OPAs mixtas suponen una combinación ambos criterios. Son operaciones en las que parte de la oferta se materializa en dinero en efectivo y el resto del montante se paga a través de la entrega de acciones de otra sociedad, propiedad del oferente.

Otro criterio de clasificación importante distingue entre OPAs hostiles y las amistosas en función de si los administradores de la sociedad objetivo se oponen o no a la realización de la oferta de adquisición de su sociedad. Cuando se trata de una OPA amistosa, esta se suele llevar a cabo mediante un acuerdo previo a la operación entre la persona física

⁵ ING “¿Sabés qué es una OPA y todos los tipos que existen?”, 2025, [en línea], <<https://www.ing.es/ennaranja/invertir-dinero/conceptos-utiles/que-es-una-opa>>, (Consulta: 19 junio 2025)

o jurídica que hace la oferta y los accionistas de control de la sociedad objetivo o su consejo de administración, existiendo por tanto consentimiento de uno o ambos sujetos.

Por el contrario, las OPAs hostiles tienen su lugar cuando no existe acuerdo previo entre el oferente y la sociedad objetivo sin mediar consentimiento por parte de los accionistas de control o el consejo de administración de la sociedad objetivo. Frecuentemente ello se debe al temor de los miembros del consejo de administración de la sociedad objetivo a perder su puesto en favor de nuevas personas escogidas por el oferente que adquiera el control de la nueva sociedad. Esta situación trae multitud de problemas a la operación debido a la dificultad que supone superar las disidencias que existan entre ambas partes, que dan lugar al empleo de mecanismos de defensa por parte de la sociedad objetivo para resistir la adquisición del oferente de la sociedad en cuestión, lo que puede dar lugar al fracaso de la operación pretendida.

Hay que mencionar también otros tipos de OPAs con gran relevancia en la práctica como son, la OPA competidora que tiene lugar en aquellos casos en los se presenta una oferta pública de adquisición frente una sociedad que ya ha sido objeto de la presentación de una oferta por parte de otro oferente distinto, y cuyo plazo de aceptación sigue aún vigente, lo cual repercute en el beneficio de los accionistas que van a poder vender sus acciones en mejores condiciones puesto que al existir competidores por la compra, el precio de sus ofertas aumentará.

Otro tipo de relevancia práctica es la OPA de toma de control, cuya finalidad es conseguir que los accionistas de la sociedad objetivo puedan vender las acciones de su propiedad a un precio equitativo, a partir del momento en que el oferente haya tomado el control de la sociedad opada, para ayudarles a que obtengan un precio justo por sus acciones y no malvendan.

Para finalizar la clasificación, se encuentra la OPA de exclusión, que tiene lugar cuando la sociedad cotizada quiere excluir sus acciones de negociación en los mercados bursátiles, es decir, salir de la bolsa, para lo cual será necesario la formulación obligatoria de la OPA. La regulación de este tipo de OPAs persigue el objetivo de dar la oportunidad a los accionistas minoritarios de la sociedad objetivo de vender sus acciones de forma previa a que la sociedad en cuestión deje de cotizar en el mercado de valores, puesto que si no quedarían

prisioneros de una sociedad que ya no cotiza en bolsa, donde los accionistas que conservan acciones verían limitadas sus posibilidades de venta, al no existir un mercado donde poder hacerlo. En este tipo de OPAs el oferente es quien pretende excluir las acciones de la sociedad de negociación en el mercado regulado, pero para ello primero está obligado a formular una OPA por el resto de las acciones de la sociedad, para garantizar que los accionistas minoritarios pueden obtener un precio equitativo por sus acciones. Posteriormente, una vez se ha formulado dicha OPA con éxito y el oferente ha adquirido todas las acciones de dicha sociedad, podrá hacer que esta deje de cotizar en bolsa, excluyendo la posibilidad de negociación de sus acciones.

3.- REGIMEN JURIDICO DE LAS OPAS

El régimen jurídico vigente en materia de las OPAs es resultado de un largo proceso de maduración tanto en Europa como en España para lograr la armonización de la legislación española con el derecho europeo, cuyas vicisitudes se expondrán a continuación.

3.1.- CONTEXTO Y PROCESO DE ELABORACION DE LA REGULACION SOBRE LAS OPAS EN LA UNION EUROPEA.

El eje sobre el que gira la regulación de las ofertas públicas de adquisición en el territorio europeo viene marcado por la Directiva 2004/25/CE relativa a las ofertas públicas de adquisición, que cumplió el tan ansiado objetivo de homogeneizar la regulación de esta materia para el conjunto de los países de la Unión Europea. De esta manera constituye el marco normativo general para los Estados Miembros de la UE; un marco normativo que estos países tuvieron que transponer a cada uno de sus derechos internos para armonizar la legislación general sobre las OPAs. Sin embargo, la directiva no persigue lograr una regulación única y común para todos los países dejándoles sin margen de interpretación propia de la materia en cuestión, sino que se les dota de cierta discrecionalidad para trasponer lo dispuesto en la Directiva en su propio derecho. Esta discrecionalidad se aprecia principalmente en que lo dispuesto en la Directiva únicamente supone la regulación mínima que deben tener los países de la UE en materia de ofertas públicas de adquisición, por lo que cada uno de los Estados Miembros puede completar su regulación, pero siempre para configurar un régimen más restrictivo, respetando el contenido mínimo establecido por la directiva, que no podrá ser modificado por los respectivos derechos internos.

Siguiendo esta misma línea, las disposiciones que contiene la Directiva no son ni estrictamente detalladas⁶ ni cerradas, dotando a los Estados Miembros de un amplio margen para interpretar y completar su contenido; e incluso no todas las disposiciones contenidas en la Directiva 2004/25/CE deben trasponerse a los respectivos derechos internos, sino únicamente las que tienen este carácter obligatorio, como viene señalado en el texto legal europeo en el artículo 12, relativo a las disposiciones opcionales.

En cuanto al proceso de aprobación de la Directiva 2004/25/CE, no fue un proceso sencillo, sino todo lo contrario, debido a las múltiples discrepancias que existían entre los Estados miembros, la Comisión Europea y el Parlamento de la UE, que condujeron a que este proceso se prolongase durante prácticamente quince años. El primer borrador que se elaboró sobre esta materia se presentó al principio de la década de los noventa, concretamente en 1990, siendo rechazado al existir disparidad de opiniones sobre su contenido. A este le siguió otro borrador en 1996 que, al igual que el primero, fue rechazado por disidencias entre los países, que principalmente giraban en torno al planteamiento de que no se garantizaba un equilibrio de poder entre la posición de los accionistas y el consejo de administración de la sociedad que recibía la oferta de adquisición.

A continuación, la primera propuesta que estuvo cerca de convertirse en el marco normativo en esta materia fue la presentada en el año 2001, a la que le faltó nada más que un voto para conseguir su aprobación, pero al igual que las anteriores fue desestimada. Los motivos de esta negativa giraban principalmente en torno a la protección de las empresas nacionales ante las posibles OPAs de adquirientes extranjeros. Por un lado, había países en donde se habían implementado diferentes sistemas de defensa ante estas adquisiciones, como Alemania, sistemas que no servirían de nada puesto que la propuesta limitaba los mecanismos de defensa que se podían emplear en estos casos. Esto fue duramente criticado por sectores nacionalistas de diversos países que consideraban que, sin dichos mecanismos de defensa, las empresas nacionales quedarían desprotegidas, limitando su poder de decisión e impidiendo que pudiesen escoger su forma de protección ante estas adquisiciones hostiles. Por el otro lado, mientras que en Alemania se disponían estos medios de defensa, había otros países como Reino Unido donde no se regulaban estos mecanismos, siendo mucho más

⁶ Carlos L. APARICIO ROQUEIRO *“Regulación de las OPAs: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”*, CNMV, Monografía n.º.20, Febrero 2007, pág. 31.

vulnerables ante estas adquisiciones y creando un desequilibrio entre los diferentes países de la UE.

Y, por último, para culminar este arduo proceso de elaboración se confecciono la Directiva 2004/25/CE, aprobada el 21 de abril de 2004, donde se consiguió llegar a un consenso general y aprobar el texto legal gracias a la implementación de cláusulas flexibles que permitían cierta discrecionalidad a los Estados Miembros para completar la regulación de la materia, a cambio de ceder a los países un amplio poder para establecer el régimen legal de OPAs, respetando el contenido mínimo e obligatorio que imponía la directiva. Esto ha conducido a que existan significativas diferencias entre las regulaciones nacionales en esta materia mercantil.

En la confección de esta Directiva tuvo una gran influencia el Informe Winter, llevado a cabo por una Comisión de expertos europeos en la materia, con el objetivo previamente mencionado, de conseguir un mercado común para Europa. Este informe trató de promover y conseguir ajustar el derecho de sociedades europeo a las exigencias que implicaba la consecución de un mercado interior, potenciando y simplificando el funcionamiento de los mercados de valores y tratando de incorporar al desarrollo de los procesos relativos a las sociedades el uso de las nuevas tecnologías que se iban implementando⁷.

3.2.- REGIMEN JURIDICO DE LA DIRECTIVA 2004/25/CE

El marco normativo dispuesto en la Directiva 2004/25/CE entró en vigor con el objetivo de armonizar la normativa sobre las ofertas públicas de adquisición, una regulación más que necesaria en concordancia con el objetivo que perseguía la UE de crear un mercado común para todos los Estados miembros, eliminando los límites jurídicos que existían por la disparidad normativa vigente en cada uno de los países, que dificultaba la posibilidad este tipo de operaciones de adquisición debido a que si estas operaciones involucraban actores de distintos países había que atender a las distintas disposiciones legislativas que regían en

⁷ Fernando AZOFRA, “*El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa*”, Actualidad Jurídica Uría y Menéndez, núm. 4, 2003, pág.1.

cada país, entre las que existían más que notables diferencias, incrementando la complejidad de la operación.

Esto se solucionó en gran parte gracias a la Directiva 2004/25/CE, que impuso una serie de contenidos mínimos y comunes para todas las regulaciones nacionales de esta materia, que debían respetarse y aplicarse para las operaciones a las que refiere el ámbito de aplicación de la norma, contenido en su artículo 1. Más concretamente este artículo se refiere a las OPAs relativas a acciones de aquellas sociedades que se rigen por el Derecho de alguno de los Estados Miembros de la UE o a las acciones que se admiten a negociación en un mercado regulado a efectos de la Directiva 93/22/CEE en uno o varios Estados Miembros⁸.

Este mismo artículo establece que no se regirán por lo dispuesto en esta norma aquellas operaciones referidas a acciones cuya emisión haya sido realizada por cualquiera de los bancos centrales de los países pertenecientes a la UE ni tampoco las operaciones de aquellas empresas que persiguen la inversión colectiva de capitales que ha aportado el público.

Dejando de lado el ámbito de aplicación, la directiva establece en su artículo 3 los principios generales que rigen toda normativa sobre las OPAs en Europa, y que, por tanto, tienen una importancia crucial para el planteamiento y desarrollo de estas operaciones puesto que deben ser respetados por todos los países miembros de la UE. Dentro de estos principios debemos resaltar la especial importancia de algunos como pueden ser:

- 1- Principio de trato equivalente para todas aquellas personas que sean propietarias de acciones de la misma clase de la sociedad contra la que se dirige la oferta de adquisición, debiendo proteger a todos estos accionistas en caso de adquisición del control de la sociedad y conferirles un trato equivalente a la hora de negociar la oferta en cuestión, agrupándoles según la clase de accionistas que sean y tengan derecho a voto o no.
- 2- A los accionistas de la sociedad contra la que se dirige la oferta pública de adquisición de sus valores, se les debe dotar de un margen de tiempo y una cantidad de información suficiente para que puedan conocer todas las vicisitudes e implicaciones

⁸ Directiva 2004/25/CE, artículo 1. Ámbito de aplicación de la norma.

de la oferta, tanto a nivel de la remuneración por sus acciones como a nivel de empleo en la sociedad objetivo, información que se deberá contener en un dictamen elaborado por el órgano de administración de la sociedad, para que los accionistas puedan tomar su decisión de forma precisa y con total conocimiento de la operación.

El margen de tiempo que establece la Directiva se configura a través de la fijación de plazos mínimos y máximos de duración, considerando que como mínimo la OPA debe durar dos semanas y como máximo puede extenderse a diez semanas, garantizando un tiempo razonable para la reflexión.

- 3- En relación con el órgano de administración de la sociedad que recibe la oferta de adquisición, este órgano tiene el deber y obligación de hacer todo lo posible para amparar y velar por los intereses de la sociedad objetivo, siendo su protección una necesidad prioritaria frente a los posibles intereses perjudiciales para el futuro de la sociedad o sus accionistas que manifieste el oferente. También deberá permitir que sean los propios accionistas de la sociedad los que tomen su propia decisión respecto de la oferta, sin influencias o intervenciones que condicionen su decisión personal.
- 4- No se puede manipular la cotización de las acciones de la cualquiera de las sociedades involucradas en la operación; la sociedad oferente y la afectada por la OPA, ni tampoco de ninguna otra sociedad de la que pueda resultar un interés en la oferta realizada; con el objetivo de falsear o distorsionar el mercado de valores en el que se negocian, incidiendo en estas valoraciones y, por tanto, en el correcto desarrollo del mercado y de la oferta de adquisición.
- 5- Para que se pueda llevar a cabo la presentación de la oferta de adquisición de valores de la sociedad objetivo por parte del oferente, la persona física o jurídica responsable de la operación deberá asegurarse previamente de que puede llevarla a cabo, no solo monetariamente sino también legalmente, respetando todos los principios y normas legales que afecten a la operación y disponiendo de los medios económicos suficientes para la compra de los valores pretendidos. Una vez la viabilidad de la operación esté asegurada, podrá proceder a la presentación de la oferta.

- 6- Las actividades de la sociedad contra la que se ha presentado la oferta deberán proseguir de manera corriente, sin tener que verse interrumpidas o afectadas por la presentación y negociación de la oferta pública de adquisición de los valores de sus accionistas, durante un periodo de tiempo excesivo que afecte negativamente al normal desenvolvimiento de la empresa en cuestión⁹.

En relación con los principios fundamentales de la normativa sobre las OPAs cabe precisar, que son los principios mínimos que deben estar presente en toda regulación interna sobre esta materia, garantizando unos niveles de transparencia y equidad, pero los Estados Miembros pueden decidir implementar una regulación más completa y restrictiva si lo consideran necesario.

Otro de los avances importantes que se lleva a cabo a través de esta Directiva 2004/25/CE es la configuración de la OPA obligatoria, siguiendo la línea establecida por el Takeover Code inglés con el que comenzó la regulación de estas operaciones y que fijaba la obligación de presentar la oferta pública de adquisición a todo aquel que adquiriese un paquete de acciones con derecho a voto de una sociedad, cuando el conjunto de estas acciones fuese equivalente al control del 30% de la sociedad cuya adquisición se fomentaba.

De forma similar, la Directiva europea fija, en su artículo 5, el marco normativo relativo a la exigencia de realizar una oferta de adquisición obligatoria cuando, como resultado de llevar a cabo la adquisición de un paquete de acciones, se adquiriera un porcentaje de ellas que suponga el control de la sociedad en cuestión. En tal caso, el sujeto que haya adquirido esas acciones estará obligado a formular una oferta pública de adquisición, dirigida a la sociedad a la que pertenecían esas acciones, sobre el total de las acciones restantes a un precio equitativo y con las demás condiciones expuestas previamente, todo ello bajo el objetivo de garantizar una protección reforzada a los accionistas minoritarios, que pueden verse afectados negativamente por la adquisición parcial de las acciones de la sociedad que confieran su control efectivo. Por ello, se impone la obligación de formular una OPA sobre el resto de las acciones, para que puedan ser compensados de forma equitativa los demás accionistas que no vendieron sus acciones.

⁹ Directiva 2004/25/CE, artículo 3. Principios generales.

Por último, hay que destacar la regulación contenida en la Directiva sobre la figura de una autoridad supervisora que se encargue de controlar y vigilar estas operaciones. Para ello se establece el deber que tiene cada uno de los Estados Miembros de nombrar una Autoridad Nacional que se encargue de la supervisión y aplicación de la normativa que rige estas operaciones, con las consideraciones establecidas en cada territorio para complementar la regulación europea, defendiendo los principios de equidad y transparencia que promulga el texto europeo en esta materia.

Para ello la UE nombrará una autoridad europea que se encargue de supervisar estas operaciones para el global de la zona euro, colocándose como el superior jerárquico de todas las autoridades supervisoras nacionales que se deberán nombrar obligatoriamente, en cada país miembro de la Unión, autoridades cuya jurisdicción se extiende a toda sociedad que tengan su domicilio social en el territorio del país respectivo y cuyos valores negociables coticen en el mercado de valores del país en cuestión. En caso de que la operación afecte a una sociedad cuyas acciones cotizan en distintos mercados de valores, la autoridad responsable de la operación será la del país del mercado principal, donde se encuentra el grosso de su cotización.

La labor de estas autoridades es principalmente la de supervisar las operaciones públicas de adquisición de valores que le correspondan territorialmente, para lo cual podrá valerse de sus facultades, exigiendo que se le entregue la información pertinente a la OPA, investigándola y dictaminando su viabilidad legal o no, en cuyo caso también podrá imponer sanciones a aquellas sociedades que infrinjan la normativa vigente.

Además de velar por la legalidad de las OPAs en su territorio, deberá cooperar activamente con las demás autoridades supervisoras del resto de países de la zona euro cediendo la información necesaria para su actuación, más aún si se trata de operaciones transfronterizas, donde la necesidad de cooperación entre estas autoridades se vuelve aún más importante para conocer con exactitud la normativa aplicable y los efectos de la operación sobre los países involucrados.

En caso de España, la autoridad designada para vigilar este tipo de operaciones es la Comisión Nacional del Mercado de Valores, creada en 1988 por la Ley 24/1988, que se encarga no solo de estas operaciones sino de supervisar y controlar todas las actividades y

actuaciones que afecten directa o indirectamente al mercado de valores en España, asegurándose de garantizar la transparencia en el funcionamiento del mercado, una precisa confección de los precios y la protección de los intervinientes en esta clase de operaciones¹⁰.

3.3.- CONTEXTO Y PROCESO DE ELABORACION DE LA REGULACION SOBRE LAS OPAS EN ESPAÑA. NOVEDADES DE LA NUEVA NORMATIVA.

La normativa vigente en España ha sido fruto de un arduo y complejo proceso de confección, que ha ido evolucionando a lo largo de distintas etapas, adaptándose a las circunstancias y directrices de cada época, y configurando distintos modelos cuyos regímenes diferían en varios de los elementos esenciales de la regulación actual, como la mayor o menor protección que conferían a los accionistas.

La primera regulación que encontramos en España con influencia futura en las ofertas públicas de adquisición (OPAs) se remonta a los años setenta, con el Real Decreto de 1506/1967 que aprobó el Reglamento de las Bolsas de Comercio. En este texto legal aunque no se puede encontrar ninguna mención sobre este mecanismo, se confecciona la regulación relativa a los mercados bursátiles, las bolsas. Regulación que servirá de base para el posterior desarrollo de las legislaciones relativas al mercado de valores, donde se formularán las OPAs.

Tras esta primera toma de contacto llegó en 1980 el Real Decreto 1848/1980 sobre las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, que configuró un primer marco normativo básico de las OPAs, que introdujo distintas disposiciones para regular las adquisiciones de acciones en la bolsa y abogar por la protección de los accionistas minoritarios. Sin embargo, fue ampliamente criticado ya que configuró el régimen de las OPAs considerando estas ofertas únicamente como un mecanismo para adquirir acciones, sin valorar su configuración como instrumento para llevar a cabo cambios de control en las sociedades¹¹. A pesar de ser un régimen simple e ineficiente sirvió como base a la regulación de este mecanismo e incluyó referencias importantes como la obligación de formular las OPAs ante la voluntad de adquirir participaciones representativas de control de una sociedad

¹⁰ CNMV, “Sobre la CNMV. Funciones. Como actúa la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los mercados primarios y secundarios”, 2025, [en línea], <<https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones-CNMV>>, (Consulta 19 junio 2025)

¹¹ Javier JUSTE MENCÍA, Andrés RECALDE CASTELLS. “Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español”, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010, pág 35.

que cotizase en bolsa. Para tratar de solventar las deficiencias de la regulación se elaboró el Real Decreto 279/1984, pero su aplicación puso en evidencia su insuficiencia técnica para regular estas acciones.

Durante la vigencia de dicho Decreto y de forma previa a la aprobación de la Ley del Mercado de Valores de 1988, tuvo lugar la OPA hostil del Banco de Bilbao sobre el Banco español de Crédito (Banesto). Esta OPA generó varios problemas que frustraron el éxito de la operación y, que posteriormente trataron de solucionarse en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores. En primer lugar, la OPA fue rechazada por la Junta Sindical de la Bolsa de Madrid tras suspender su cotización oficial, por considerar que las nuevas acciones del Banco de Bilbao que se ofrecían como contraprestación por la OPA, eran acciones cuya emisión debía ser aprobada por la Junta General de la entidad y, no por el Consejo de Administración (quien realizó la oferta). También argumentó que como dichos títulos no habían sido emitidos aún no se podía garantizar su futura existencia, con el consiguiente cumplimiento de la contraprestación acordada. La actuación de la Junta Sindical fue criticada por los diligentes del Banco de Bilbao por considerar que no era el órgano competente para tomar esa decisión, cuestión que posteriormente fue confirmada por el Consejo de Estado, estableciendo la no competencia de dicha institución y, la necesidad de actuación del Ministerio de Economía, quien debía decidir en estos casos. Estos problemas fueron solucionados con la posterior Ley del Mercado de Valores, introduciendo una regulación específica para las diferentes clases de OPAs, que incorporaba cierta flexibilidad a estas operaciones, para evitar que la Junta Sindical de la Bolsa decidiera subjetivamente sobre su éxito o fracaso según cada caso concreto. Además, se estableció un órgano con funciones de supervisión y control de las OPAs, la CNMV, para evitar supuestos como el de la OPA recién mencionada, donde la Junta Sindical de la Bolsa pudo frustrar la oferta sin un superior que supervisara la legalidad de la decisión¹².

Las menciones anteriores marcaron el origen de esta regulación, pero el verdadero antecedente del régimen vigente en España se encuentra en la Ley 24/1988 del Mercado de Valores, desarrollado reglamentariamente mediante el Real Decreto 1197/1991. Esta ley ya contenía un régimen detallado sobre las ofertas públicas de adquisición en su artículo 60 y la mención, en su artículo 61, de las ofertas públicas de adquisición voluntarias, que supusieron

¹² Ana MARTIN CABREJAS, “OPA en la legislación y en la práctica”, Trabajo de Fin de Grado, Julio 2016, [en línea], < <https://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/20582/TFG-D-0201.pdf;sequence=1> >, (Consulta: 21 junio 2025)

la primera regulación completa de esta herramienta de adquisición societaria, reglamento donde también se comenzó a considerar que estas ofertas debían formularse “a priori”, debiendo acreditar la intención manifiesta de hacerse con una participación significativa de control de la sociedad objetivo.

Este primer texto fue reformado varias ocasiones, destacando principalmente la reforma que se llevó a cabo mediante el Real Decreto 432/2003, donde se confeccionó un modelo de OPAs similar al que existía en otros países europeos, modelo que las configuraba como OPAs a priori y parciales, la forma más habitual mediante la que se desarrollaron estas ofertas. Un mecanismo para adquirir el control de las sociedades cotizadas en bolsa, que obligaba a seguir el procedimiento estipulado en esta ley cuando la oferta supusiese la adquisición de un porcentaje igual o superior al 25% del capital social, de forma que la oferta no tenía por qué referirse al control completo del capital social sino a la adquisición de una parte significativa del control de dicha sociedad, de ahí que fuese parcial.

Este modelo, como refleja la recién mencionada posibilidad de adquisición parcial, del control de la sociedad suponía una menor protección para los accionistas minoritarios de la sociedad, factor determinante en el amplio número de OPAs que se llevaron a cabo durante la vigencia de este marco legal, ya que España, en aquellos años, se encontraba en un momento de bonanza y crecimiento económico cuestión que, unida a la mayor facilidad de ejercicio de estas operaciones ya mencionada, provocó una oleada de OPAs siendo utilizada esta figura en mayor medida que bajo el régimen actual vigente desde 2007. Por otra parte, mediante esta reforma del 2003 también se obligaba formular estas ofertas ante determinados supuestos que no se relacionaban con la adquisición de acciones, como en caso de que se nombraran un número concreto de consejeros de la sociedad objetivo de la OPA en un periodo de tiempo determinado¹³.

Para superar esta primera regulación completa de las OPAs, se aprobó la Ley 6/2007 del Mercado de Valores, a través de la cual se reformaba la Ley 24/1988 en cuanto al régimen de las ofertas públicas de adquisición y la transparencia de los emisores, reforma que se centraba en la trasposición de la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, por la que se renovaba el marco normativo de las OPAs en España, incorporando

¹³ Javier JUSTE MENCÍA, Andrés RECALDE CASTELLS. “*Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español*”, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010, pág. 36

los requisitos y exigencias marcados por la Unión Europea. Esta nueva ley fue acompañada y desarrollada mediante el Real Decreto 1066/2007, en el que se completan las modificaciones que introdujo la Ley 6/2007 y, las exigencias derivadas de la transposición de la Directiva 2004/109/CE. Este Real Decreto introdujo una serie de cambios trascendentales en el régimen de estas ofertas públicas de adquisición, siendo el principal y más determinante, la eliminación del sistema de OPAs “a priori” en virtud del sistema “a posteriori” para la regulación de las OPAs obligatorias.

En este nuevo sistema la OPA deja de poder llevarse a cabo de forma parcial. Mientras en la anterior regulación con el sistema “a priori”, la OPA debía llevarse a cabo antes de la consecución del control de la sociedad, como un requisito previo y necesario para la adquisición de dicho control. Con el nuevo sistema “a posteriori”, la obligación de formulación de la OPA se produce una vez ya se ha adquirido el control de la sociedad, como un requisito posterior a la adquisición de dicho control. Esta nueva regulación de la OPA, la configura como un mecanismo que, más que para adquirir el control societario, sirve para repartirlo entre los integrantes de la sociedad objetivo. Esto se debe a que el nuevo sistema a posteriori no persigue la formulación de la OPA como un medio para la consecución del control de la sociedad, sino que pretende que se formule dicha OPA para garantizar el reparto de la “prima de control” entre todos los accionistas, una vez se ha adquirido el control de la sociedad. La finalidad esencial de este sistema es la protección a los accionistas minoritarios¹⁴, puesto que persigue garantizar un trato equitativo a estos, obligando al sujeto que adquiere el control de la sociedad, a formular una OPA para ofrecerles un precio equitativo por sus acciones, según su posición y características, con el objetivo de que estos accionistas también se beneficien de la prima de control.

Uno de los problemas del desarrollo de la ley llevado a cabo por el Real Decreto 1066/2007 es que, en ocasiones no delimita de forma exhaustiva y clara todos los supuestos contemplados en la legislación, conduciendo a la creación de ciertas zonas grises en la regulación de la materia. Esto tiene como consecuencia directa que, al no delimitar de forma precisa varias situaciones, se deja un amplio margen a la interpretación, concediendo a la CNMV una gran discrecionalidad a la hora de valorar y aplicar de forma práctica los preceptos contenidos en la ley, en función de las características del caso concreto y el

¹⁴ Fernando SÁNCHEZ CALERO, Juan SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, “*Principios de Derecho Mercantil*”, Tomo II, Aranzadi, Navarra, 2024, capítulo 10, pág. 229.

razonamiento técnico de los integrantes de la Comisión¹⁵. Pero esta discrecionalidad no tiene por qué ser negativa; al contrario, permite que la CNMV adapte las resoluciones en esta materia a la evolución del derecho y al contexto en el que se desarrolle la situación analizada. Por contra, la crítica deriva de la consideración de esta “libertad interpretativa” como una amenaza a la seguridad jurídica, ya que una regulación estricta evitaría futuros problemas interpretativos y la aparición de lagunas en este marco normativo.

Pero como todo el derecho, el régimen de las OPAs establecido en la Ley 6/2007 debe evolucionar y adaptarse al contexto histórico, introduciendo avances en la materia, y con el paso del tiempo la amplia y dispersa legislación en este marco llevó a que previa delegación de las Cortes, se aprobase el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores (TRLMV), mediante el Real Decreto legislativo 4/2015 (lo cual se permitió al Gobierno mediante la Ley 20/2014, que le otorgaba la facultad de elaborar y aprobar un texto refundido sobre la Ley 24/1988 del Mercado de Valores), que persigue el objetivo de facilitar y armonizar toda la normativa dispersa relativa a los mercados de valores.

Y para finalizar este proceso de regulación de la materia relativa a las ofertas públicas de adquisición en España, se elabora la Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, que viene a reemplazar al previamente mencionado Real Decreto legislativo 4/2015, y se configura como el marco legal vigente que contiene toda la normativa relativa al del mercado de valores. Esta nueva ley ha sido desarrollada por cuatro distintos decretos, concretamente el Real Decreto 813/2023, el Real Decreto 814/2023, Real Decreto 815/2023 y, por último, el Real Decreto 816/2023, mediante los cuales se desarrolla esta ley mencionada, incidiendo por ejemplo en las potestades y facultades de la CNMV o en los instrumentos financieros, la admisión a negociación o el registro de valores negociables.

A través de esta ley, que no conlleva un cambio radical del régimen precedente, se introducen varias modificaciones entre las que podemos destacar las siguientes. En primer lugar, es interesante mencionar como se produce una ampliación de las facultades y competencias de las que dispone la Comisión Nacional del Mercado de Valores, reforzando su papel como autoridad que se encarga de la supervisión y control de los mercados financieros; esta ampliación de facultades se centra principalmente en cuanto a la

¹⁵ Javier JUSTE MENCÍA, Andrés RECALDE CASTELLS. “*Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español*”, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010, pág. 43

dispensación de la obligación de formular las OPAs¹⁶. Así podrá la CNMV dispensar de esta obligación en caso de las OPAs de exclusión a aquellas sociedades cuyas acciones coticen en otro centro de negociación que se encuentre establecido en la Unión Europea. Cuestión en la que previamente se obligaba a aquellas sociedades que llevasen a cabo acuerdos de exclusión de la negociación de sus acciones a formular una OPA de exclusión, mientras que actualmente esto ya no es necesario. En este nuevo marco legal, se establece en el artículo 65 apartado cuatro, esta dispensa de la obligación de formular la OPA de exclusión para el caso en que este acuerdo para excluir de negociación en el mercado las acciones de una sociedad se produzca de manera voluntaria, con la condición de que los valores de esta sociedad, desde que se produzca el acuerdo de exclusión, deben estar admitidos a negociación en otro centro establecido en la UE.

Otro cambio significativo se produce en relación con el régimen de las OPAs obligatorias en el nuevo marco legal implementado por la Ley 6/2023, concretamente en su artículo 108, donde se extienden los supuestos en los que se establece la obligación de formular estas ofertas públicas de adquisición por la totalidad de sus acciones cuando se obtiene el control de una sociedad cotizada. Esta novedad se aprecia en su apartado b, en el cual la ley establece que el control de la sociedad no solo puede conseguirse mediante el empleo de pactos parasociales, sino también a través de la celebración de pactos de otra naturaleza con otros titulares de valores¹⁷. Actualización que parece implementada para minimizar los supuestos de fraude de ley que aparecen en la práctica.

Uno de los cambios más importantes tiene que ver con el ámbito de aplicación de esta nueva Ley 6/2023, expuesto en su artículo 109, donde el ámbito se amplía para poder incluir, a efectos de la regulación de las OPAs, a los sistemas multilaterales de negociación (SMN), como el BME Growth y el BME Scaleup, que son los dos SMN que actualmente existen en España¹⁸. Esta modificación implica que las operaciones por las que se llevan a cabo las tomas de control y los acuerdos de exclusión voluntaria de negociación que formalicen y concluyan las entidades con domicilio social en España, cuyas acciones se

¹⁶ Javier CARVAJAL, Teresa MÉNDEZ, Andrea ZUBIAGA y Carlos RUBIO, “Nueva Ley del Mercado de Valores: novedades en materia de Ofertas Públicas de Adquisición”, Pérez-Llorca, Marzo 2023, [en línea]. <<https://www.perezllorca.com/wp-content/uploads/2023/03/NJ-Nueva-Ley-del-Mercado-de-Valores-novedades-en-materia-de-Ofertas-Publicas-de-Adquisicion.pdf>> (Consulta: 18 junio 2025)

¹⁷ Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, capítulo V.

¹⁸ Linklaters “Nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión”, Madrid, 2023, [en línea]. <<https://e.linklaters.com/91/7772/downloads/alert-lmvs.pdf>> (Consulta: 20 junio 2025)

encuentran admitidas a negociación en los sistemas multilaterales de negociación, van a quedar sometidas a la misma regulación que se aplica a las sociedades cotizadas en las Bolsas de Valores Españolas, por lo que en vez de regirse por la normativa propia de los SMN, estarán sujetas a disposiciones establecidas en la Ley 6/2023 y los reglamentos que la desarrollan.

Otra de las novedades de esta ley es la regulación de las “Special Purpose Acquisition Companies” (SPACS) o, como comúnmente se refiere a ellas el ordenamiento, sociedad cotizada con propósito para la adquisición. Un tipo específico de sociedad cotizada, regulada en los artículos 535 bis y siguientes de la Ley de Sociedades de Capital (LSC), artículos que fueron introducidos por la Ley 6/2023. Estas sociedades no llevan a cabo ninguna actividad económica y su finalidad exclusiva es salir a Bolsa, con el objetivo de conseguir financiación de los accionistas para después, con el capital obtenido, ejecutar una operación de adquisición o fusión con otra sociedad, que generalmente no es cotizada para que esta última sociedad pase a estar admitida a negociación en el mercado de valores, configurando así un mecanismo para agilizar el método habitual de salir a Bolsa¹⁹.

Por último, en el apartado relativo a los distintos acontecimientos excepcionales en virtud de los cuales se produce la aplicación de la normativa especial de las OPAs, que incluye disposiciones ideadas para situaciones extraordinarias que pueden incidir en los precios del mercado o en las cotizaciones en bolsa de las sociedades, se ha incorporado un nuevo supuesto que dará lugar a la aplicación de estas normas especiales, que es el de las denominadas pandemias declaradas, recogido en el artículo 117 apartado 3 en la letra b de la Ley 6/2023 relativo a las OPAs voluntarias aunque también será de aplicación para las OPAs obligatorias. Esto supone que, si en los dos años anteriores al planteamiento de una OPA se produjo una situación que encaje como pandemia declarada, la ley impone la obligación a la parte oferente de presentar un informe elaborado por expertos independientes que verse sobre métodos y criterios de valoración que se han empleado para determinar la contraprestación por la que se lanza la OPA²⁰.

¹⁹ Aurelio MENÉNDEZ, Ángel ROJO, “*Lecciones de Derecho Mercantil*”, Aranzadi, Navarra, 2024, capítulo 27, págs. 735-736

²⁰ Javier CARVAJAL, Teresa MÉNDEZ, Andrea ZUBIAGA y Carlos RUBIO, “*Nueva Ley del Mercado de Valores: novedades en materia de Ofertas Públicas de Adquisición*”, Pérez-Llorca, Marzo 2023, [en línea] <<https://www.perezllorca.com/wp-content/uploads/2023/03/NJ-Nueva-Ley-del-Mercado-de-Valores-novedades-en-materia-de-Ofertas-Publicas-de-Adquisicion.pdf>> (Consulta: 18 junio 2025)

4.- LA OFERTA PUBLICA DE ADQUISICION HOSTIL

Cuando se ha mencionado en el tercer punto del trabajo las clases de Ofertas Públicas de Adquisición, se hizo una simple referencia a la distinción entre las OPA amistosa, en la que media acuerdo del órgano de administración de la sociedad y su contraparte, y la OPA hostil, en la cual el órgano de administración de la sociedad objetivo se opone al desarrollo de esa oferta de adquisición de sus acciones. Una vez hecha la distinción entre ambas, nos vamos a centrar en la OPA hostil y que, además, están de plena actualidad con la reciente noticia de que el consejo de administración de BBVA se reunió el 8 de mayo de 2024 para formular una OPA hostil, ya que fue lanzada sin haber mediado previo acuerdo con el consejo de administración del Banco Sabadell, por valor de 12.200 millones.

Estas operaciones a pesar de ser infrecuentes y poco exitosas en España como veremos a lo largo del trabajo se han incrementado en los últimos 10 años, ya que, tras la crisis financiera de 2008, se produjo un parón en la formulación de estas ofertas, si bien a partir de 2016, con la OPA hostil de ACS sobre Hochtief, parece que se ha reavivado la realización de estas ofertas, habiéndose producido otros cuatro casos desde entonces, número que, a pesar de parecer escaso, es llamativo para operaciones de semejante envergadura²¹. Por ello nos centraremos en su estudio, sus características y finalidades, y las medidas defensivas de las que disponen las sociedades objetivo de las OPAs hostiles para protegerse en estas situaciones tan inusuales como trascendentales económicamente.

4.1.- PRINCIPALES CARACTERISTICAS DE LA OPA HOSTIL

Para analizar esta clase de ofertas públicas de adquisición y las posibles medidas defensivas que existen frente a su formulación, primero es necesario conocerlas en profundidad para entender su finalidad, funcionamiento y desarrollo.

La principal nota definitoria de estas OPAs, que las distingue de las OPAs amistosas versa sobre su naturaleza y, se trata de la hostilidad que conlleva la presentación de estas

²¹ El Economista, “España no es país para opas hostiles: éxitos y fracasos”, Isabel Blanco, Javier Mesones, Javier Romera, Mayo 2024, [en línea] <<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/12804097/05/24/espana-no-es-pais-para-opas-hostiles-exitos-y-fracasos.html>> (Consulta: 18 junio 2025)

ofertas. Esta hostilidad²² se refiere a la negativa u oposición que expresa el consejo de administración de la sociedad objetivo ante la formulación de la oferta de adquisición de sus acciones por el oferente, procedimiento que difiere del proceso de desarrollo normal de una OPA mediante el cual el oferente negocia con el consejo de administración de la sociedad objetivo o con sus accionistas de control, llegando a un acuerdo consensuado para proceder con la adquisición. La diferencia reside por tanto en esta oposición, puesto que, en la OPA hostil, no va a existir ese consenso entre ambas partes, dado que el oferente ha decidido presentar la oferta formal de adquisición sin haber alcanzado un acuerdo con el consejo de administración o los accionistas de control de la sociedad objetivo, que se han opuesto al desarrollo de la operación por no mediar acuerdo en relación al precio de las acciones de la sociedad cotizada, considerando que la oferta es perjudicial para los intereses de la sociedad o, por ser esta nociva para los propios intereses de los administradores que quieren conservar su puesto en la dirección (aunque esto último no se diga de forma expresa). Por tanto, lo que va a existir siempre en estas ofertas es una falta de cooperación entre ambas partes participantes y una negativa del consejo de administración de la sociedad objetivo ante la viabilidad de la oferta. Esta oposición es muy importante como se expondrá más adelante en relación con el deber de pasividad o neutralidad que atañe los administradores de la sociedad objetivo, que les obliga a no impedir que sean los accionistas de la propia sociedad los que decidan sobre la oferta²³.

Otra característica relativa a esta modalidad de adquisición de acciones, consecuencia de la anterior, es que la oferta mediante la cual se lleva a cabo esta operación es presentada por el oferente directamente a los accionistas sin recabar primero la aceptación del consejo de administración de la sociedad objetivo, algo que, sí ocurre en las OPAs amistosas donde, antes de formular la propuesta a los accionistas, se llega a un acuerdo con el consejo como se ha expuesto. Por tanto, en las OPAs hostiles la oferta no pasa primero por el consejo, sino que es recibida directamente por los accionistas de la sociedad objetivo, quienes tienen el poder de decisión sobre la misma. Este rasgo hace patente el principio de primacía de los accionistas, cumpliendo así la finalidad de la legislación en materia de ofertas públicas de adquisición de proteger a los accionistas minoritarios, impidiendo que los miembros del consejo de administración decidan el devenir de la oferta en su lugar y, haciendo efectiva la

²² Javier JUSTE MENCÍA, Andrés RECALDE CASTELLS. *“Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español”*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010, págs. 29-30.

²³ Javier JUSTE MENCÍA, Andrés RECALDE CASTELLS. *“Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español”*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010, pág. 498.

libre transmisión de las acciones por sus propietarios, que serán los que decidan según sus intereses, y no el consejo de administración.

Una característica habitual en este tipo de OPAs, aunque no es una cualidad general que se extienda de forma obligatoria a todos los casos, consiste en que la propuesta del oferente a los accionistas habitualmente implica una prima significativa sobre el precio de mercado de las acciones de la sociedad, un precio notablemente superior al de mercado que invite a los accionistas de la sociedad a aceptar la oferta presentada²⁴. De esta forma se trata de sobrepasar la dificultad añadida que supone la negativa del consejo de administración, incentivando a los accionistas mediante una prima sobre el precio de sus acciones que consiga que estos, hagan caso omiso a la oposición del consejo y decidan libremente vender sus acciones al oferente que formula la OPA hostil.

Una última particularidad de las ofertas públicas de adquisición hostiles es que su desarrollo generalmente implica numerosos cambios en la sociedad objetivo, no solo los relativos a la propiedad de las acciones y el control de la sociedad, que se producen en todos los casos en los que se llevan a cabo OPAs, tanto amistosas como hostiles. En efecto, cuando la OPA es hostil, aparte de conllevar cambios en el control y propiedad de la sociedad, se van a producir también determinadas modificaciones en otros aspectos internos, como por ejemplo en la composición del consejo de administración, ya que sus miembros se oponen a la oferta presentada, por lo que, en caso de que esta oferta acabe siendo aceptada por los accionistas, supondrá un cambio en los integrantes de este consejo, un nuevo equipo de dirección de la sociedad escogido por los nuevos adquirientes, pudiendo incluso emplearse este mecanismo, para sustituir los miembros del consejo en busca de una mejor gestión de la sociedad. También podrá implicar multitud de otras consecuencias, desde cambios en las políticas de personal hasta modificaciones en la dirección estratégica, aunque estas pueden ser comunes a las otras modalidades de ofertas de adquisición, no solo la hostil.

En cuanto a su realidad en la práctica, hay que añadir una cuestión importante en relación con la formulación de las OPAs hostiles, y es que estas ofertas de adquisición dependen en gran parte de la estructura de propiedad de las acciones en la sociedad objetivo y, de los acuerdos existentes entre los accionistas. Esto se debe a que, en caso de existir en la

²⁴ FRANK H. EASTERBROOK, DANIEL R. FISCHER; *“The Economic Structure of Corporate Law”*, Harvard University Press, 1996, pág. 26.

sociedad objetivo uno o varios accionistas que dispongan de la mayoría de las acciones que confiere derechos de voto, ya sea individualmente o en virtud de acuerdos entre ellos, la OPA no será nunca exitosa si no cuenta con la aceptación de dichos accionistas. Por tanto, la existencia de esta clase de accionistas o de acuerdos entre ellos, y su negativa ante la realización de una OPA, siempre terminará con el fracaso de la misma. Esto supone que un factor a tener en cuenta a la hora de formular una OPA hostil es la estructura de propiedad de las acciones de la sociedad, siendo más factible el éxito de estas ofertas, cuando se dirigen a sociedades con una estructura de propiedad del capital más fragmentada.

4.2.-FINALIDAD DE LA OPA HOSTIL

El objetivo principal que se persigue mediante el empleo de una oferta pública de adquisición hostil en vez de una amistosa, es conseguir hacerse con el control de la sociedad cotizada objetivo de la oferta sin la necesidad de sumirse en un siempre complicado y largo proceso de negociación con el consejo de administración de la sociedad en cuestión, sorteando su manifiesta oposición y dirigiéndose directamente a los accionistas para adquirir sus acciones significativas del control de la sociedad. Sin embargo, a pesar de ser la adquisición del control su finalidad principal y definitiva, las OPAs hostiles se pueden llevar a cabo con el objetivo de alcanzar fines diferentes, aunque siempre tenga como resultado final, la obtención del dominio de la sociedad objetivo.

En primer lugar, y siguiendo lo mencionado previamente en sus características, las OPAs hostiles también van a cumplir una función correctiva como instrumento disciplinario, en relación con los miembros del consejo de administración de las sociedades. Esto quiere decir que la existencia de la posibilidad de formular OPAs hostiles, que sortean la aprobación de los consejos de administración de las sociedades y se dirigen directamente ante los accionistas, opera no solo como mecanismo para adquirir el control sino también como un instrumento disuasorio de la gestión ineficiente de los miembros del consejo, ya que puede dar lugar a la posible formulación de una OPA con el objetivo de sustituir la dirección de la sociedad, a los miembros considerados ineficientes, configurándose como una amenaza para sus cargos en el Consejo. De esta manera actúa como un instrumento que obliga indirectamente a los miembros de los consejos de administración de las sociedades cotizadas cumplir el ejercicio de sus funciones de forma eficiente y responsable, puesto que si no lo

hacen corren el peligro de que, mediante el empleo de una de estas OPAs, sean relegados de sus cargos y reemplazados por los nuevos directivos que nombre el oferente.

En relación con lo expuesto cabe señalar que la dirección eficiente de las sociedades influye directamente en el valor bursátil de sus acciones, siendo el precio de mercado de estas un reflejo del nivel gestión optima de sus directivos, lo cual supone que en caso de que estos sean ineficientes en su trabajo el valor de las acciones de la sociedad será más bajo. Esto es muy importante ya que cuanto más bajo sea el precio de las acciones, en relación con el valor que estas podrían llegar a tener si se llevase a cabo una dirección eficiente de la sociedad, más atractivo será para los sujetos externos que consideren que pueden llevar a cabo una mejor gestión, formular una OPA hostil frente dicha entidad²⁵. En definitiva, la posibilidad de formular OPAs hostiles, en conexión con la primacía de los accionistas para decidir sobre el devenir de la oferta de adquisición, incide indudablemente en el comportamiento de los directivos, que necesitan ser eficientes o perderán su cargo. Aquí es donde entra en escena el llamado Market for Corporate Control, que según exponía Henry Mane (uno de los máximos exponentes de la teoría relativa a las fusiones y adquisiciones), influye en las OPAs ya que, las propias operaciones de adquisición del control que tienen lugar en el mercado corporativo son consideradas el mejor mecanismo para controlar la gestión efectiva de los administradores de la sociedad. Esto supone que, la mera posibilidad de que se plantee una OPA hostil contra una sociedad cotizada actúa como un mecanismo disciplinario, que exige a los administradores una actuación eficiente a la hora de cumplir sus funciones. De no ser eficientes, la sociedad llamará la atención de oferentes externos que exploran el mercado societario y, que tratarán de hacerse con el control de dicha sociedad, para gestionarla de forma eficiente e incrementar así su valor de mercado. Por ello, se considera que es el propio mercado corporativo, quien proporciona un motivo suficiente para que los administradores desempeñen sus funciones correctamente, en atención a la posibilidad de ser desplazados de su cargo en caso de formularse una OPA hostil contra la sociedad, que prospere.

Sin embargo, esa no es su única finalidad complementaria a la ya mencionada adquisición del control, ya que las OPAs también pueden ser empleadas para lograr determinados fines estratégicos propios del oferente. Esto quiere decir que el sujeto que lanza la OPA hostil no tiene por qué buscar la consecución del control de la sociedad

²⁵ Henry G. MANE; “*Mergers and the Market for Corporate control*”, The Journal of Political Economy, Vol. 73, Nº 2, Abril 1965, págs. 112-114

exclusivamente, sino que, en ocasiones, estas ofertas tratan de conseguir objetivos adyacentes, para los que primero necesita el control, como puede ser la eliminación de un competidor del mismo sector en el que opera la sociedad oferente; la consecución de sinergias para maximizar su eficiencia mediante la adquisición de otra sociedad con la que compartir recursos y estrategias para efectuar una mejor labor conjuntamente en el mercado, o para conseguir determinados activos estratégicos o redes de contactos de la sociedad opada mediante su dominio. En términos económicos y estratégicos, la finalidad de estas operaciones de adquirir el control de una sociedad no es exclusiva sino que, como se ha expuesto, conlleva varias finalidades accesorias que requieren como medio para su consecución la formulación de una OPA hostil, siendo por tanto, los objetivos estratégicos de cada sociedad un motor para la realización de este tipo de operaciones, aunque lo cierto es que se suele recurrir a otras vías debido a la complejidad de estas operaciones, que las hace menos atractivas.

Por tanto, es evidente que las OPAs pueden perseguir finalidades complementarias a la adquisición del control, como pueden ser la eliminación de un competidor del sector. En relación con ello, conviene tener en cuenta que finalidades complementarias como la recién nombrada van a estar sujetas a limitaciones, lo que se debe a que pueden contravenir lo dispuesto en el régimen de control de las concentraciones entre empresas, establecido en el Reglamento 139/2004. Esto supone que, en caso de que las ofertas de adquisición atenten contra la competencia en el mercado, por su intención de eliminar algún competidor (reduciendo así la competencia real del sector), quedarán sujetas a lo dispuesto en el Reglamento 139/2004. La aplicación de este régimen conlleva la supervisión y control de la operación por las autoridades de la competencia, que implica entre otras, la exigencia de notificación previa a la presentación de la OPA ante la Comisión Europea (como se establece en el artículo 4 del Reglamento 139/2004), que podrá denegar la operación o someterla al cumplimiento de determinados requisitos, si considera que infringe el Derecho de la Competencia.

4.3.- EL DEBER DE NEUTRALIDAD DE LOS ADMINISTRADORES

Las ofertas públicas de adquisición son operaciones en las que se va a producir una triple colisión entre los intereses de todos los intervinientes: por un lado los objetivos del oferente, que trata de adquirir el control de la sociedad objetivo por el menor precio posible

y de la forma más eficaz posible, abogando por una operación sencilla y rápida; por otro, los intereses de los administradores de la sociedad objetivo que persiguen el fracaso de la oferta a toda costa por considerar la misma no adecuada y, para poder seguir manteniendo sus cargos como directivos y, por último, los intereses de los accionistas de la sociedad, que buscan obtener el mejor precio posible por la venta de sus acciones²⁶. Esta colisión de intereses entre los participantes de la operación hace necesaria la confección de un elemento estabilizador que garantice principalmente la protección de los accionistas (como se expresó previamente este fue el objetivo primordial al configurar la legislación vigente en materia de OPAs), para lo cual se introdujo el deber de neutralidad, contenido en el artículo 9 apartado segundo de la Directiva 2004/25/CE, incorporado en el ámbito nacional mediante la Ley 6/2007 del Mercado de Valores, concretamente en el artículo 60 bis, posteriormente desarrollado por el Real Decreto 1066/2007 (RDOPAS) en su artículo 28.

Una primera precisión importante es que, a pesar de establecerse para solucionar los choques de intereses que se producen en estas operaciones, este deber de neutralidad no es una reproducción idéntica del conflicto de intereses descrito en el Derecho societario, puesto que hay grandes diferencias entre el conflicto de intereses común (mencionado en dicha legislación) y el choque de intereses que se produce en estas operaciones de adquisición. Lo que realmente se trata de evitar mediante este deber de neutralidad, es que los administradores utilicen sus facultades de forma inadecuada, llegando a producirse un abuso de poder, imponiendo a los accionistas la decisión que ellos consideren. Por ello se limitan sus facultades, pero van a poder seguir actuando en el ejercicio normal de su cargo, configurando una estructura independiente del común conflicto de intereses que se puede apreciar en el artículo 127 ter de la Ley de Sociedades Anónimas (LSA), donde figura como una consecuencia del deber de lealtad de los administradores de la sociedad.

Una cuestión importante en relación con este deber es el frecuente error que se ha cometido de concebirlo como un “deber de pasividad” en vez de deber de neutralidad. Esto es un grave error debido a que la concepción que se desprende de un supuesto deber de pasividad es que la normativa impide cualquier tipo de intervención a los administradores de la sociedad objetivo, en caso de formulación de una OPA hostil, paralizándoles y

²⁶ Javier JUSTE MENCÍA, Andrés RECALDE CASTELLS. “*Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español*”, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010, pág. 493.

despojándoles de sus funciones²⁷. Sin embargo, esta interpretación es contraria a la realidad que intenta configurar el legislador con el deber de neutralidad, mediante el cual no se trata de dejar sin poder a los administradores sino de impedir que estos adopten decisiones contrarias a los intereses de los accionistas, asegurando que prime el respeto por los intereses de estos, para lo que se limitan los poderes de estos directivos, pero no se les inhabilita o aparta de sus funciones.

Este deber surge como una reacción ante la posible intromisión de los administradores en la voluntad de los accionistas, pudiendo llegar a impedir que estos hagan efectiva su voluntad mediante la implementación de medidas defensivas que evitan el desenvolvimiento correcto de la oferta. Por ello el legislador implementa este deber de neutralidad tomando como fundamento el principio de libre decisión de los accionistas, el cual determina que la decisión final sobre la aceptación, o no, de la OPA debe recaer íntegramente sobre los accionistas de la sociedad objetivo, sin que los administradores influyan o intervengan en el devenir de la misma, aunque persigan el interés social de la entidad.

Lo que comporta este deber, y se expresa en el artículo 9.2 de la Directiva ya mencionada, es que los administradores y directivos de la sociedad objetivo ante la presentación de una OPA están obligados a recabar de forma previa la autorización de la Junta general de accionistas de la sociedad para poder llevar a cabo cualquier tipo de actuación que interfiera en el éxito de la oferta²⁸, como por ejemplo interponer una medida defensiva. Esto viene a apoyar lo mencionado previamente, y es que no se trata de dejar a los administradores sin sus poderes sino de limitarlos para evitar que mediante su uso pongan en peligro o frustren la oferta presentada frente a sus accionistas.

No se trata de un deber que se aplique desde el mismo instante en que el administrador de una sociedad es nombrado como tal y empieza a ejercer sus funciones, sino que su vigencia se establece desde que se produce el anuncio público de la presentación de una OPA hostil frente a la sociedad de la que es administrador, y va a surtir efecto hasta que esa oferta sea aceptada o denegada firmemente. Una configuración temporal del deber que

²⁷ Javier JUSTE MENCÍA, Andrés RECALDE CASTELLS. *“Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español”*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010, pág. 497.

²⁸ Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición, artículo 9 apartado segundo.

aboga por una mayor seguridad jurídica ya que, en otros ordenamientos europeos, al formular este deber se ha regulado su vigencia desde el momento en que existe conocimiento de la inminencia de presentación de una OPA contra la sociedad, lo que crea más inseguridad, como en el derecho portugués²⁹.

En cuanto a la extensión objetiva de este deber de neutralidad, primero hay que mencionar que se trata de un deber general, que expresa su contenido de forma amplia, quedando sometidos a la autorización de la Junta de accionistas de la sociedad todo tipo de actos que puedan llevar a cabo los administradores de la sociedad para evitar el éxito de la oferta presentada. No se trata de una prohibición absoluta sino una limitación de los poderes de los administradores, que pasan a estar sujetos a la previa autorización de la junta de accionistas de esa sociedad. Para entender que actuaciones de los administradores se entienden como actos que impiden el éxito de una OPA, no es necesario probar en profundidad que los posibles efectos de ese comportamiento vayan a frustrar la oferta, puesto que no es fácil probar dicha situación, por ello la ley establece que para considerar que un acto puede impedir el éxito la oferta simplemente se requiere que implique, aunque sea mínimamente, la posibilidad de que la oferta presentada frente a la sociedad se vea frustrada por dicha actuación, como podría ser la venta de los activos estratégicos de una sociedad como sus patentes, algo que indudablemente hace dicha sociedad menos tentadora para el oferente de la OPA, que perderá interés en su adquisición. Este junto a otros supuestos se enumeran en el artículo 28 apartado primero del Real Decreto 1066/2007.

Sin embargo, este deber general de neutralidad, a pesar de abarcar un gran elenco de actos que no podrán realizar los administradores sin la respectiva autorización de la Junta, también tiene unas excepciones en las que no se limita la actuación “defensiva” del administrador. La primera es una verdadera medida defensiva de la sociedad ante la presentación de una OPA hostil, que se desarrollara en profundidad posteriormente, pero de forma introductoria en relación con este deber de neutralidad debe mencionarse por ser la única excepción que existe ante este deber. Se trata de la búsqueda de lo que se denomina un “caballero blanco”, y consiste en que los administradores de la sociedad objetivo busquen una oferta alternativa a la ya presentada por el oferente, algo que, indudablemente, se podría encuadrar como acto que impide el éxito de la oferta, pero que supone una excepción a este

²⁹ Decreto-Lei n.º 486/99, Código dos Valores Mobiliários, artigo 182 “Limitação dos poderes da sociedade visada”

deber de neutralidad porque beneficia a los accionistas, no les limita, ya que podrán escoger aquella oferta que más resulte rentable en términos monetarios, ampliando su abanico de alternativas.

En relación con esta excepción hay que hacer una última precisión, y es que con el deber de neutralidad no solo se protege a los accionistas sino también al oferente, por lo que se establece que el administrador, en la búsqueda de una oferta alternativa, deberá proporcionar un trato igualitario a los oferentes, no favorecer a aquel que le convenga más por sus intereses³⁰. Esta búsqueda de una OPA competidora no está sujeta al deber de neutralidad y, así lo establece el artículo 28 del RDOPAS en su tercer apartado.

Para finalizar el análisis de este deber se debe nombrar la otra posible excepción en la que no se requiere la autorización de la junta para la realización de actos por los administradores, y es que, en virtud del principio de reciprocidad, cuando el oferente o aquellas sociedades que ejerzan control sobre su actuación no tengan restricciones a la hora de ejecutar medidas defensivas (no están limitados a este efecto), el consejo de administración de la sociedad objetivo podrá actuar en concordancia mediante la ejecución de actos defensivos para evitar el éxito de la oferta. Pero, en este caso, a pesar de no requerir autorización para realizar sus actuaciones cuando se presente la OPA a la sociedad, el consejo deberá haber solicitado en los 18 meses anteriores a esta presentación de la OPA una autorización para que, en caso de que se formule efectivamente una oferta contra esta sociedad, puedan actuar en base al principio de reciprocidad, aunque estas autorizaciones realmente no han sido concedidas en la práctica³¹. Por tanto, es una excepción, pero limitada ya que en vez de requerir la autorización ex post a la presentación de la OPA, la necesita recibir ex ante concediéndole poder de actuación para cuando esta se presente si llega tal caso. Por último, hay que recordar que están exceptuados de este deber de neutralidad aquellos administradores que obtengan la dispensa de este deber por parte de la Junta General de accionistas.

³⁰ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. En su artículo 28.3 sobre “Limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo”

³¹ Cuatrecasas, “Una década de aplicación del actual régimen de las OPAs en España”, Febrero 2017, pág. 34, [en línea] <<https://www.cuatrecasas.com/resources/una-decada-de-aplicacion-del-actual-regimen-de-opas-en-espana-6183a1b215f01240387704.pdf?v1.46.1.20230406>> (Consulta: 18 junio 2025)

5.- MEDIDAS DEFENSIVAS CONTRA LAS OPAS HOSTILES

Para comenzar a tratar el tema de las medidas defensivas de las que disponen las sociedades cotizadas para tratar de frenar la formulación de las OPAs contra ellas o frustrar su éxito, se debe llevar a cabo una distinción entre las clases de medidas que sirven para llevar a cabo este “blindaje”. El principal criterio para llevar a cabo la distinción entre estas medidas es temporal y las clasifica en función de si se aplican antes o después de la efectiva formulación de la OPA hostil contra la sociedad. En base a este criterio se debe distinguir dos clases de medidas: por una parte, están las medidas preventivas, también conocidas como medidas de blindaje societario, que son determinadas actuaciones que la sociedad lleva a cabo antes de una posible formulación de una OPA hostil contra ella y que se activan una vez la oferta se ha presentado formalmente ante la sociedad. Y, por otra parte, están las medidas defensivas en sentido estricto, donde se encajan aquellas actuaciones adoptadas por los administradores de una sociedad una vez ya se ha presentado la OPA contra dicha sociedad, cuando la oferta de adquisición ya se encuentra en curso³².

5.1.- MEDIDAS PREVENTIVAS ANTE LAS OPAS HOSTILES

Como se acaba de mencionar este tipo de medidas se configuran ex ante a la presentación de la OPA, de forma que están preparadas y, en caso de que se presente una OPA hostil frente a dicha sociedad, se activan, haciéndose efectivas y proporcionando un cierto “blindaje” a la sociedad ante la actuación del oferente. Generalmente para poder implementar este tipo de medidas se requiere una mención expresa a tal efecto en sus estatutos sociales, que puede establecerse desde su fundación o a través de una reforma estatutaria aprobada por la Junta de accionistas. Por eso también son nombradas “cláusulas de blindaje estatutario” y persiguen fortalecer la posición de esa sociedad ante la eventual formulación de una OPA, para disuadir posibles intentos.

Estas medidas actualmente se encuentran dispuestas en el artículo 115 de la Ley 6/2023 que establece el nuevo régimen vigente de las OPAs. Es cierto que en este artículo no se contiene directamente una lista detallada de las medidas preventivas que pueden emplear las sociedades, pero sí las establece de forma indirecta haciendo alusión a las medidas

³² Aníbal Sánchez Andrés, “*Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas*”, Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid, núm. 8, 2023, págs.334-335.

de neutralización, estableciendo que, en virtud de estas medidas, se podrá invalidar la eficacia de las cláusulas establecidas previamente en los estatutos de la sociedad como medidas preventivas con el objetivo de frenar la formulación de OPAs ante dicha sociedad.

Siguiendo la redacción de dicho artículo para comenzar con la enumeración de las posibles medidas preventivas o medidas anti-OPAs que puede establecer una sociedad, la primera cláusula que aparece, en este artículo 115 apartado primero de la Ley 6/2023, es la relativa a las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales de dicha sociedad³³, medida que también viene establecida en el artículo 29 Real Decreto 1066/2007, en su primer apartado. La primera de las medidas preventivas ante las OPAs consiste, por tanto, en la restricción de la transmisibilidad de los valores, de forma que los accionistas pierden su capacidad para transferir sus acciones libremente, sometiendo esta transmisibilidad en determinadas ocasiones a autorización de la Junta de accionistas. Esto dificultaría mucho la presentación de una OPA ante la sociedad, ya que el oferente no podría adquirir estas acciones sin la previa autorización que se exige para traspasarlas, haciendo crecer la complejidad de la operación y disuadiendo a muchos posibles oferentes interesados en dicha sociedad.

En relación con esta medida hay que destacar una precisión contenida en su propia redacción, y es que este tipo de cláusulas restrictivas de la transmisibilidad de valores solo pueden contenerse en los pactos parasociales de la sociedad. Esto se debe a los requisitos establecidos en el artículo 66 apartado 4 del Real Decreto 814/2023 sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado. En dicho artículo, se establecen una serie de requisitos que deben cumplir los valores negociables cuando se solicite su admisión a negociación, entre los que destaca el apartado 4, exigiendo que “los valores deben ser libremente negociables”³⁴. Para que un valor sea libremente negociable, no pueden existir cláusulas estatutarias que restrinjan su transmisibilidad, ya que, en caso de existir dichas cláusulas, los valores a los que afecten no serán admitidos a negociación en el mercado. Por tanto, las cláusulas restrictivas de la

³³ Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión. Capítulo V, artículo 115.1a).

³⁴ Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado, artículo 66.4 sobre requisitos de idoneidad relativos a los valores.

transmisibilidad de valores solo pueden disponerse a través de pactos parasociales³⁵ firmados entre accionistas, y en ningún caso, será válida la disposición de estas cláusulas en los estatutos de la sociedad, puesto que, de ser así dichos valores no serán negociales en el mercado.

Siguiendo con esta enumeración de medidas preventivas, la siguiente se encuentra mencionada en el segundo párrafo del artículo 115.1 de la Ley 6/2023 y en el del artículo 29.1 Real Decreto 1066/2007. Concretamente en este segundo párrafo se mencionan las restricciones al derecho de voto establecidas en los estatutos de la sociedad afectada y en sus pactos parasociales, esta medida hace referencia a aquellos casos en los que son los propios accionistas de la sociedad y no sus administradores los que tratan dificultar una posible adquisición de las acciones de la sociedad, mediante la alteración de la proporcionalidad entre los derechos de voto y su correlativa participación en el capital social. En el caso enumerado en la ley se hace referencia a la restricción del derecho de voto de las acciones, lo que se puede llevar a cabo de distinta manera puesto que existen varias medidas que se pueden encuadrar aquí ya que van a diluir el poder de voto que corresponde a cada acción. Esta limitación del derecho de voto principalmente implica que aquellos accionistas, que tienen una alta participación en la sociedad vean limitada su facultad de voto, para que no tengan un poder desproporcionado y puedan determinar a su voluntad las decisiones de la sociedad, sin considerar a los demás accionistas, con menor participación en ella, pero con derecho de voto. Su aplicación podría determinar que el porcentaje máximo de votos que puede tener un accionista es del 15%, por ejemplo, sin importar la participación real que tenga este accionista en la sociedad ya que, aunque disponga de un 30% de participación en el capital social, solo puede ejercer los derechos de voto respectivos que le confiera el 15% máximo de participación, restringiendo su influencia en el gobierno de la sociedad. En relación con este tipo de cláusulas, el Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas (CUBG) en su apartado de recomendaciones sobre las limitaciones estatutarias, considera que no es conveniente introducir cláusulas limitativas del número máximo de votos por accionistas, ni otras que limiten o restrinjan el éxito de las posibles OPAs que se formulen, en los estatutos de las sociedades cotizadas. Estas normas consideran que la no existencia de este tipo de cláusulas de blindaje actúa como un incentivo para la consecución de un buen gobierno, por parte de los administradores de la sociedad³⁶.

³⁵ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, artículo 123.2.

³⁶ CNMV, “Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas”, Febrero 2015, capítulo III, pág. 17.

Otra de estas medidas que alteran la proporcionalidad entre los derechos de voto y su correlativa participación sería la emisión de acciones sin voto o acciones con derecho de voto reducido, que, a pesar de no estar reguladas como tal en el Real Decreto 1066/2007, son una medida preventiva muy efectiva para estas situaciones³⁷. Mediante su emisión se permite aglutinar los derechos de voto de una sociedad en poder de pocos accionistas, lo que hace más difícil para los inversores exteriores la adquisición del control de una sociedad mediante la compra de sus acciones, ya que no todos los accionistas disponen de derecho de voto por sus acciones obligando al inversor a negociar con aquellos accionistas que concentran en su poder la mayoría de las acciones con derecho de voto. Estos representarán los intereses del colectivo y, podrán exigir un mayor precio por sus acciones debido a la mayor dificultad que implica su obtención, repercutiendo en un mayor beneficio general para los accionistas de dicha sociedad o, servirá para que se abandone la idea de adquisición del oferente al crecer la complicación de la operación porque rebaja el porcentaje de capital social con derecho a voto. Este tipo de acciones aparece regulado en el artículo 98 y siguientes de la LSC, donde se establece esta posibilidad de emitir acciones que otorgan derechos económicos, pero no políticos para poder votar en la Junta.

En esta misma línea se deben mencionar también otras posibilidades como puede ser la creación de pirámides societarias, que consiste en la creación de sucesivas sociedades en las que cada una tiene el control mayoritario de la siguiente, la sociedad A tiene el 51% del control de la sociedad B, la cual tiene el 51% del control de la sociedad C, de esta forma la sociedad matriz (en este caso A) solo requiere tener la participación del 26% de la sociedad C para poder controlarla, lo que la permite controlar todas las sociedades filiales hasta la cotizada (objeto de la posible OPA) sin necesidad de tener una inversión mayoritaria en cada una. Esto supone que los principales accionistas de la sociedad matriz van a controlar la sociedad cotizada objeto de la OPA aunque no tengan la participación mayoritaria de la misma, e implica una enorme dificultad para el oferente que trata de adquirirla ya que para obtener su control debe ir consecutivamente obteniendo el de las sucesivas sociedades que forman la pirámide, hasta llegar a la matriz donde deberá negociar con sus accionistas que tienen un mayor margen de maniobra para tratar de frenar esta OPA hasta que llegue a ellos. La fragmentación que se desprende de las pirámides societarias reduce el atractivo de dichas

³⁷ Javier JUSTE MENCÍA, Andrés RECALDE CASTELLS. *“Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español”*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010, pág. 481.

sociedades funcionando a la perfección como medida preventiva para evitar que algún oferente trate de lograr la adquisición del control mediante la OPA hostil por el largo y arduo proceso que le supondría la realización de dicha operación.

Al igual que antes, esta medida esta ciertamente sujeta a una limitación y proveniente de la LSC, más concretamente de su artículo 188, donde habla de los derechos de voto, y considera en su segundo apartado, que no es válida la creación de acciones que alteran la proporcionalidad entre los derechos de voto y el valor nominal de las respectivas acciones por tanto, la restricción del derecho de voto como medida preventiva se refiere a limitar el número máximo de derechos de voto que podría lanzar al mercado. Sin embargo, con la aprobación la Directiva (UE) 2024/2810 del Parlamento Europeo y del Consejo, sobre las estructuras de acciones con derechos de voto múltiple en sociedades que solicitan la admisión a cotización de sus acciones en un sistema multilateral de negociación, se han introducido ciertos cambios relevantes a este supuesto. De entre ellos destaca que, aquellas sociedades que aún no coticen en uno de los dos los Sistemas Multilaterales de Negociación (SMN) que hay en España, pero soliciten hacerlo, pueden configurar una estructura de capital, integrada por acciones con derecho de voto múltiple, como dispone el artículo 3 apartado 1 de dicha Directiva. La decisión de adoptar una estructura de estas características deberá ser aprobada por una mayoría cualificada, en la Junta General de accionistas de la sociedad. Este nuevo precepto implica que aquellas sociedades que han solicitado cotizar en los Sistemas Multilaterales de Negociación, pueden alterar proporcionalidad entre los derechos de voto y el valor nominal de las acciones, mediante la emisión de acciones con derecho de voto múltiple, a pesar de lo dispuesto en el citado artículo 188 LSC.

Estas cláusulas estatutarias que fijan el número máximo de votos que puede emitir un accionista en la sociedad cotizada, en virtud de lo establecido por el artículo 527 LSC, quedan sin efecto, a raíz de la presentación de una OPA, cuando el oferente alcance con la oferta un porcentaje igual o superior al 70 por ciento del capital que confiere derechos de votos, salvo en el caso de que este oferente no esté sujeto por su parte a medidas de neutralización equivalentes a las del artículo 29 Real Decreto 1066/2007. En definitiva, en

caso de presentarse una OPA hostil con estas características, las cláusulas estatutarias que limiten³⁸ los derechos de voto perderán su validez³⁹.

En la misma tendencia que estas medidas recién mencionadas, se encuentran las acciones de lealtad o *loyalty shares*, un tipo de acciones que la sociedad puede conferir a determinados accionistas en base a su periodo de permanencia en la empresa. Concretamente se establece que los accionistas deberán haberse mantenido en la empresa un mínimo de dos años, puesto que ese es el periodo considerado como corto plazo. A pesar de fijar el mínimo en dos años, cada sociedad puede determinar a su antojo el plazo de permanencia que confiere el derecho a obtener una acción de lealtad, pero siempre deberá ser superior a los dos años, para poder considerar que se trata de un premio o privilegio concedido por el compromiso a largo plazo que muestran los accionistas con dicha sociedad⁴⁰. Estas acciones pueden funcionar como medida preventiva ya que, en muchos casos, las sociedades económicamente punteras no salen a Bolsa por temor a la presentación de una OPA contra la sociedad, que les arrebate el control sobre la misma, sin embargo mediante la concesión de acciones de lealtad, que conllevan privilegios como conferir a dicho accionista una acción con voto doble, se evitaría en cierto modo la presentación de OPAs contra esa sociedad al dificultar al oferente la adquisición del control, por estar más concentradas las acciones que confieren derecho a voto en manos de accionistas que tienen una visión más a largo plazo en la empresa y que serán por ende más reacios a la venta de sus acciones.

Por último, aparte de las medidas preventivas ya enumeradas que giran en torno a lo dispuesto por los artículos 115 de la Ley 6/2023 y 29 del Real Decreto 1066/2007, en el derecho extranjero también se puede hablar de otro tipo de medidas de esta clase. Así, por ejemplo, la regulación establecida en el derecho norteamericano sobre las conocidas como “*shark repellents*”, que son una serie de medidas que se apoyan en la modificación estatutaria de la sociedad para fortalecer su posición. Dentro de este tipo de medidas preventivas, se pueden destacar dos clases de actuaciones diferentes, ambas enfocadas en impedir la presentación de OPAs hostiles contra la sociedad cotizada: por una parte, actuaciones

³⁸ Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión, capítulo V, artículo 115, segundo apartado, sobre las “Medidas de neutralización”.

³⁹ Uría Menéndez, “*Reforma de la legislación de ofertas públicas de adquisición de valores y sociedades de capital*”, Circular Informativa, Junio 2012, [en línea], <https://www.uria.com/documentos/circulares/411/documento/4003/Mercantil_Junio_2012_ES.htm?id=4003> (Consulta: 18 junio 2025)

⁴⁰ ILP abogados, “*¿Que son las loyalty shares?*”, María Sanz Gonzalez, Junio 2020, [en línea], <<https://www.ilpabogados.com/que-son-las-loyalty-shares/>> (Consulta: 18 junio 2025)

relativas a la modificación del consejo de administración y por otra, actuaciones que se refieren a los requisitos de votos para la realización de operaciones. La primera se denomina “staggered board of directors” y consiste en la confección de un consejo de administración escalonado de la sociedad, a través del cual se va nombrando en años diferentes a los sucesivos administradores por un tiempo determinado estatutariamente. Esta medida permite que no se pueda renovar el consejo de administración de la sociedad de forma íntegra y absoluta de una vez, lo que supone que si un oferente lanza una OPA hostil contra la sociedad deba esperar a que finalice el periodo en el cargo de cada uno de los administradores (que se produce de forma escalonada en el tiempo, debido al espacio temporal que hay entre el nombramiento de cada uno) para conseguir una renovación completa del consejo⁴¹. Esta situación disuadiría a muchos oferentes por la dificultad que supone que, al adquirir el control de una sociedad cotizada, se mantengan los administradores que formaban parte del consejo antes de la oferta (los cuales al ser una OPA hostil estarían en contra de su formulación) sin poder destituirlos directamente a todos a la vez, generando disputas entre los nuevos y antiguos miembros del consejo para la toma de decisiones, algo que indudablemente reduce el atractivo de dicha sociedad. Se trata de una medida que no sería aplicable en el Derecho español, ya que la Ley de Sociedades de Capital 1/2010, en su artículo 223, cuando habla del cese de los administradores, establece, en su primer apartado, que los administradores pueden ser separados de su cargo por acuerdo de la Junta General, en todo momento. Esto supone que este mecanismo defensivo no sería válido en España, puesto que la Junta siempre podrá despedir a los administradores en cualquier momento, independientemente de cuánto tiempo les reste en el cargo, siendo ineficaz el efecto del “shark repellent”.

La otra medida preventiva que se puede encajar dentro de las “shark repellents” son los “supermajority voting requirements”, una medida que tiene por objeto la estipulación estatutaria del requerimiento de lograr la mayoría cualificada en las votaciones para poder llevar a cabo ciertas operaciones de la sociedad, de forma que para proceder a realizar determinadas actuaciones post OPA hostil como la reestructuración de la sociedad objetivo o fusiones con otras sociedades mediante las que se trata de echar a los accionistas minoritarios que continúan en la sociedad tras la realización de una OPA. Se puede configurar estatutariamente que, para la realización de este tipo de actuaciones o las que considere conveniente, el oferente no pueda proceder sin obtener la mayoría cualificada de

⁴¹ Corporate Finance Institute “*Shark repellent*”, 2025, [en línea], <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/shark-repellent/>> (Consulta: 18 junio 2025)

votos de los accionistas (en realidad ni él ni nadie, ya que se crean de forma anticipada a la presentación de las OPAs), creando así un contratiempo para estos oferentes que dificulta el control de la sociedad ya que tendrán que conseguir las acciones de un mayor número de socios, limitando de esta manera su deseabilidad como activo a adquirir por todo el sobresfuerzo que supondría su realización.

5.2.- MEDIDAS DEFENSIVAS EN SENTIDO ESTRICTO ANTE LAS OPAS HOSTILES

Cuando se habla de medidas defensivas frente a las OPAs como ya se mencionó previamente había que distinguir entre las medidas preventivas y las estrictamente defensivas en base a un criterio temporal. En base a este criterio las medidas defensivas (en sentido estricto), al contrario que las medidas preventivas, se van a formular una vez la OPA hostil ya ha sido publicada y lanzada de forma oficial contra la sociedad objetivo. Es importante ponerlas en contexto junto al deber de neutralidad del consejo de administración de la sociedad, del que se habló en el quinto punto del trabajo, ya que en este deber se establece que los administradores de la sociedad no podrán llevar a cabo ninguna actuación que pueda impedir el éxito de la OPA sin autorización previa de la Junta, lo que demuestra la intención del legislador de limitar poder de estos administradores en caso de presentación de una OPA. Sin embargo, en la práctica, la situación difiere de lo previsto legalmente, ya que, a pesar de que se trate de restringir su actuación, los administradores de la sociedad objetivo van a tratar de frustrar la OPA mediante el empleo de alguno de los mecanismos que se mencionaran a continuación.

La medida de defensa clásica empleada ante la presentación de la OPA por los administradores es la búsqueda de un caballero blanco o white knight, una medida ya mencionada que comporta una de las excepciones al deber de neutralidad de los administradores. Su ejecución permite a los administradores actuar sin el requerimiento de la previa autorización de la Junta buscando a un tercero, ajeno al que realizó la oferta de adquisición ante la sociedad, para que presente una OPA competidora más favorable frente la misma sociedad. La oferta efectuada por el tercero no tendrá la característica de OPA hostil ya que media previo acuerdo con los administradores de la sociedad para su presentación, y supondrá un mayor precio por las acciones de la sociedad u otro tipo de condición que haga más atractiva esa oferta para los accionistas. La formulación de esta

segunda oferta beneficiara a los administradores de la sociedad ya que, como en principio va a existir previo acuerdo con el nuevo oferente, la consumación de la OPA no traerá consigo su destitución, y el respectivo nombramiento de un nuevo consejo, sino que estos por lo general conservaran sus puestos favoreciendo la continuidad del proyecto actual, pero también favorece a los accionistas al ofrecerles otra alternativa que les puede reportar una mayor retribución por sus acciones, además de cumplir su propio objetivo como medida defensiva impidiendo el éxito de la OPA hostil previamente formulada⁴². Los requisitos que deberá cumplir la OPA competidora formulada por el caballero blanco se enumeran en el artículo 42 del Real Decreto 1066/2007, en los que se establece que esta oferta debe formularse desde el instante en que se haya presentado la oferta inicial hasta el quinto día natural anterior a la finalización del plazo de aceptación; deberá dirigirse como mínimo a un numero de valores mayor o igual al de la primera oferta y, principalmente, tiene que suponer una mejora respecto de las condiciones ofertadas previamente a los accionistas, ya sea mediante un mejor precio por su acciones o con la extensión de la oferta para que abarque más acciones que la oferta precedente⁴³.

Esta es una de las medidas más utilizadas normalmente por los administradores al ser de las más efectivas y “sencillas”, dentro de la dificultad que supone encontrar otro oferente dispuesto a llegar a un acuerdo para la interposición de otra OPA frente a la sociedad. El ejemplo claro en el que se pudo observar su aplicación práctica en España fue la OPA de Gas Natural frente a Endesa, en la que el consejo de administración de Endesa se opuso rotundamente a esta oferta y busco un caballero blanco que interviniese a su favor. En esta búsqueda primero encontraron como posible candidato a E.ON que formuló una oferta más favorable a la de Gas Natural. Finalmente, el verdadero caballero blanco que evito el éxito de aquella OPA hostil fue un consorcio conformado por Acciona y Enel, quienes acabaron adquiriendo Endesa y frustrando los deseos de Gas Natural.

Otra posible medida defensiva ampliamente utilizada ante la formulación de estas OPAs hostiles son las denominadas cláusulas de control, que estarán incorporadas por la sociedad en sus estatutos. Esta clase de cláusulas permiten, que en caso de que se produzca

⁴² Blog Inversión, “*El papel del Caballero Blanco en las OPAs: Estrategias e Impacto*”, Mayo 2024, [en línea] <<https://www.norzpatrimonia.com/blog/el-papel-del-caballero-blanco-en-las-opas-estrategias-e-impacto/>> (Consulta: 18 junio 2025)

⁴³Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, artículo 42, “Condiciones de la oferta competidora”

un cambio de control en la sociedad, lo que sucederá si prospera la OPA hostil lanzada contra dicha sociedad, se puedan revocar determinados contratos, dejándolos sin efectos tras la alteración en la titularidad del control accionarial. En el derecho norteamericano es habitual que, en la práctica, las sociedades incluyan este tipo de cláusulas “lock ups” a través de las cuales establecen que, ante un posible cambio en el control societario, se puedan ejercer unas opciones de adquisición que se atribuyen a título gratuito a acreedores afines a la sociedad objetivo y que sirven para hacerse con una determinada rama de la actividad de esa sociedad o directamente con parte de sus participaciones en el capital social⁴⁴. Esto sin duda supondría un enorme contratiempo para los intereses de los oferentes, que pueden llegar a hacerse con el control de la sociedad objetivo, pero si se ejercen estas opciones o cláusulas de control perderían actividades estratégicas o participaciones importantes para el desarrollo de su actividad societaria, lo que reduce su predisposición a continuar con la OPA y, en muchos casos, abandonarían su deseo de adquisición.

Siguiendo con la enumeración de medidas defensivas que se pueden emplear para tratar de impedir la consumación de una OPA hostil frente a la sociedad se encuentra el mecanismo defensivo conocido como Pac-Man defense; una táctica muy conocida debido a su referencia al antiguo juego de ordenadores “comecocos” porque que emula la estrategia empleada en este juego. Por medio de esta estrategia la sociedad cotizada contra la que se formula una OPA hostil va a tratar de hacerse con el control de la sociedad oferente que lanzó la OPA contra ella; una especie de contraataque que puede derivar en la formulación de otra OPA hostil, pero esta vez por parte de la sociedad objetivo ante la empresa que intento la adquisición hostil de la primera, dándole la vuelta a la situación. Esta estrategia se implementa desde que se recibe el anuncio de la OPA hostil, momento en que la empresa objetivo de la oferta decide ejecutar esta medida y comienza a hacerse con acciones de la sociedad hostil o a recomprar sus propias acciones, produciéndose así un intercambio de posiciones donde la empresa opada pasa a ser la adquirente hostil. No es una medida fácil de llevar a cabo ya que, para proceder a lanzar una contraoferta contra el oferente hostil, la empresa objetivo debe estar dotada de grandes cantidades de capital para poder hacer frente a su compra, un “cofre de guerra o war chest” donde la empresa acumule efectivo o activos fácilmente liquidables para hacer frente a situaciones adversas como puede ser un intento de OPA hostil contra ella. Debe tener los recursos suficientes para adquirir un gran número de

⁴⁴ Isabel FERNÁNDEZ TORRES, “*Luces y sombras en la reforma de OPAs: El papel de la junta general en relación con las medidas defensivas*”, Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid, núm. 18, Marzo 2008, págs. 39-40.

acciones de la sociedad hostil de forma que dicho oferente perciba la amenaza real de que pueden hacerse con el control de su empresa y así considere separarse de su decisión inicial y proceder a retirar la oferta de adquisición contra dicha sociedad debido a la alta dificultad que supondría su consecución⁴⁵.

Esta estrategia puede suponer grandes ventajas para la sociedad objetivo en caso de que acabe haciéndose con el control del oferente hostil, eliminando de esta manera un potencial adquiriente, pero además, también puede suponer un impulso para el valor de sus acciones al percibir el mercado la fortaleza de defensa de dicha sociedad. Sin embargo, esta estrategia es muy arriesgada y costosa para la sociedad objetivo puesto que puede desembocar en una guerra de ofertas entre ambas sociedades que eleve mucho el coste de adquisición, y además, si para hacer frente a dicha oferta necesita vender activos importantes o aumentar su endeudamiento puede dejarla muy debilitada financieramente de cara al futuro.

La puesta en práctica de esta medida se pudo observar por primera vez en Estados Unidos en 1982 cuando Bendix Corporation lanzó una OPA hostil frente a la sociedad Martin Marietta y trató de hacerse con el control mayoritario de la misma, llegando a tener el 70% de sus acciones. Pero Marietta no se quedó de brazos cruzados, sino que adoptó esta Pac-Man defense y respondió intentando comprar la sociedad Bendix, para lo cual tuvo que vender varios segmentos de su negocio y acudir a pedir grandes sumas de dinero a título de préstamo para hacer frente a esta operación, algo que pudo lograr gracias a que consiguió captar más del 50% de las acciones de Bendix. Esta situación derivó en la búsqueda por parte de Bendix (que estaba muy perjudicado financieramente a raíz de la lucha) de un caballero blanco que evitara la adquisición de la sociedad por Marietta, donde apareció Allied Corporation que acabó haciéndose con el control de Bendix tras su acuerdo⁴⁶.

A continuación, la siguiente medida es la denominada como defensa de las joyas de la corona o “Crown jewels” que se configura como una medida defensiva a emplear por las sociedades cotizadas que han sido objeto de la presentación de una OPA hostil cuando no tienen otra opción más para tratar de evitar el éxito de la OPA, es decir, funciona como una especie de último intento para salvar a la sociedad objetivo, cuando la OPA está tan avanzada

⁴⁵ Investopedia, “Pac-Man Defense: What it is, How it Works, Examples”, Will KENTON, Julio 2021, [en línea] <<https://www.investopedia.com/terms/p/pac-man-defense.asp>> (Consulta: 18 junio 2025)

⁴⁶ Corporate Finance Institute, “Pac-Man Defense”, 2025, [en línea], <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/pac-man-defense-hostile-tekeover/>> (Consulta: 18 junio 2025)

que su consecución se antoja inevitable y supone recurrir a una jugada arriesgada que puede acabar destruyendo la propia empresa objetivo. Pero primero, para poder entender esta estrategia, hay que determinar qué recursos o activos se consideran como joyas de la corona en cada sociedad, ya que estos variaran según la sociedad que se trate, puesto que esta denominación sirve para referirse a los activos esenciales de una sociedad, los más valiosos en términos monetarios o estratégicos para el desarrollo de su actividad. Es por ello que serán diferentes en función del tipo de empresa y la actividad que desarrollen, pudiendo abarcar esta definición activos con alto valor económico, activos con potencial estratégico futuro, tecnologías patentadas, el know how de una sociedad, un determinado departamento estrella dentro de ella o simplemente una línea de productos muy populares que constituyen la clave del éxito de dicha sociedad⁴⁷, y esa es precisamente la clave para distinguirlos ya que todos tienen en común que son aquellas recursos o activos que hacen atractiva a una empresa para los oferentes externos, donde radica el mayor valor estratégico o económico de la empresa.

Una vez está claro qué recursos o activos se consideran como joyas de la corona en una sociedad, se puede entender que son este tipo de activos o segmentos comerciales, los que generan la intención de adquisición a los oferentes externos que pueden plantear las OPAs. Al representar el atractivo de una empresa, cuando se lanza una oferta de adquisición contra toda la sociedad el oferente realmente está interesado en obtener esos activos, esa información o esa red de clientes que distingue esa sociedad de sus competidores y que la hace valiosa para terceros, de forma que se podría decir que son este tipo de bienes y la adquisición de su propiedad la causa que impulsa la presentación de una OPA por el oferente. Dicho esto, de lo que trata esta medida, que como ya se ha mencionado es un último intento para evitar el éxito de la OPA, es de liberarse de estas joyas de la corona para que el oferente pierda su interés en la sociedad, cuya adquisición ya no supondrá la obtención de sus activos estratégicos, ya que sin ellos pierde deseabilidad. Supone el desprenderse de estos bienes por completo vendiéndoselos a un tercero externo a la sociedad, que, en muchos casos, puede ser un caballero blanco que los adquiera de forma amistosa (siendo esta la opción menos lesiva para la sociedad) y que, en consecuencia, haga que no resulte rentable adquirir el control de esa sociedad. De todas formas aunque pueda ser la única forma de mantener el

⁴⁷ Faster Capital, “Defensa de las Joyas de la Corona. Protección de las Joyas de la Corona. Estrategias de defensa en el cambio de control”, Mayo 2025, [en línea] <<https://fastercapital.com/es/contenido/Defensa-de-las-Joyas-de-la-Corona--Proteccion-de-las-Joyas-de-la-Corona--Estrategias-de-defensa-en-el-cambio-de-control.html#ejemplos-exitosos-de-defensa-de-la-joya-de-la-corona>> (Consulta: 18 junio 2025)

control de la empresa ante la inminencia del éxito de la OPA, recurrir a esta estrategia no siempre es la mejor opción debido a los graves perjuicios que puede provocar sobre la propia sociedad, ya que al vender sus activos clave pierde su valor como sociedad no solo a nivel económico sino también reputacionalmente como marca, conduciendo a una caída en el valor de sus acciones que los accionistas no querrán mantener al haber perdido aquellos activos que las hacían valiosas⁴⁸.

Es por ello que esta medida se configura como una última opción de resistencia, pudiendo suponer una mayor pérdida que la que implicaría su adquisición por el oferente que lanza la OPA hostil, salvo que el que adquiera sus activos sea un caballero blanco que le permita volver a adquirir sus bienes una vez el oferente haya desistido de su intento de adquisición. Este tipo de medida se denomina también “asset lockups” y se pueden llevar a cabo no solo mediante la transferencia de los activos, sino otorgando a un tercero una opción de compra para su adquisición, sujeta a la condición de que se presente ante la sociedad una OPA hostil⁴⁹.

Sin embargo, a pesar de todo lo dispuesto sobre esta medida defensiva anti-OPAs, la realidad es que es difícil pensar que este mecanismo tenga una posible aplicación en el Derecho español. En primer lugar, porque cuando hablamos de las joyas de la corona, generalmente se está haciendo referencia a los activos esenciales de la sociedad, y en relación a estos activos esenciales se pronuncia la LSC en su artículo 160 apartado f, donde establece que es competencia de la Junta General decidir sobre la compra, venta o aportación de los activos esenciales de la sociedad. A estos efectos se entiende que estamos ante un activo esencial, cuando el montante de la operación sobre la que tiene que decidir la Junta, exceda el 25% del valor de los activos determinado en el último balance. Por este motivo, la decisión relativa a la venta los activos esenciales ante la formulación de la OPA, es competencia de la Junta General y, no podrá ser adoptada por el Consejo de Administración, con el objetivo de frenar la OPA. Además, otro motivo por el que esta medida no tiene cabida en el Derecho español es el respeto del deber de neutralidad de los administradores, que implica no podrán realizar actuaciones que puedan frustrar el éxito de la oferta, sin antes haber obtenido la correspondiente autorización de la Junta General de accionistas. Por tanto, estos dos motivos

⁴⁸ Wall Street Oasis, “*What is the Crown Jewel Defense?*”, Elliot Meade, Noviembre 2024, [en línea] <<https://www.wallstreetoasis.com/resources/skills/deals/crown-jewel-defense-takeover>> (Consulta: 18 junio 2025)

⁴⁹ José Antonio PAYET PUCCIO “*OPAs hostiles y medidas de protección*”, IUS ET VERITAS, núm. 23, 2001, pág. 114.

suponen que, ante cualquier actuación relativa a la venta de los activos esenciales de la sociedad, es la Junta quien debe decidir su destino, siendo una decisión que escapa del control del consejo de administración, y, que no será aplicable en nuestro país como medida defensiva. A pesar de no ser aplicable en el Derecho español, se trata de una medida plenamente válida en otros ordenamientos, como en el Derecho norteamericano, donde puede utilizarse como último recurso ante una OPA hostil.

Otra medida defensiva distinta y característica ante este tipo de ofertas públicas de adquisición sería el Golden Parachute o, como se la conoce comúnmente en España, el Paracaídas Dorado, que consiste en el establecimiento de una cláusula estatutaria que se activa en caso de que se relegue de su puesto a alguno de los miembros del consejo de administración o directivos de una sociedad cotizada como consecuencia de que se produzca una fusión o adquisición de la misma, y supone la concesión, en forma de indemnización por el cese, de una serie de beneficios y bonificaciones que varían en función de lo que considere oportuno cada sociedad. Se trata de una medida que hace honor a su nombre ya que trata de proporcionar a los administradores o altos cargos de las sociedades una ayuda generalmente económica (aunque puede ser de otro tipo), que suponga una especie de protección reforzada tras la pérdida de su empleo como consecuencia de la fusión o adquisición de la sociedad en la que trabajaban, y que esto les sirva para la reconstrucción de sus planes de futuro.

En cuanto al tipo de compensación que puede concederse a los administradores a través de este tipo de cláusulas ya se ha mencionado que van a depender de lo que considere la sociedad pero, generalmente, van a conferir al alto cargo cesado de su puesto una indemnización de despido, que comprenderá una suma de dinero en efectivo como compensación por la pérdida laboral, pero también puede consistir en la entrega de opciones sobre acciones de la sociedad, bonos extraordinarios en efectivo diseñados a tal efecto u otro tipo de compensaciones económicas en su favor. Pero no solo van a comprender ayudas de tipo económico, sino que estas cláusulas pueden incluir también planes de jubilación, seguros de cobertura médica y dental, además de otras prestaciones adicionales⁵⁰. La posibilidad de aplicar este tipo de medida defensiva ante una OPA hostil reside en lo dispuesto por el artículo 217 apartado f de la Ley 1/2010 de Sociedades de Capital, relativo a la remuneración de los administradores. En este artículo, se dispone que será válido recibir indemnizaciones

⁵⁰ Fiduvalor, “Golden Parachutes: La importancia de esta cláusula en los conflictos de Fusiones y Adquisiciones”, Junio 2024, [en línea] <<https://fiduvalor.com.ec/2024/06/18/golden-parachutes-la-importancia-de-esta-clausula-en-los-conflictos-de-fusiones-y-adquisiciones/>> (Consulta: 18 junio 2025)

por cese en concepto de remuneración, siempre y cuando, el despido del administrador que la recibe, no se deba al incumplimiento de sus funciones.

En cuanto a su función como medida defensiva ante la interposición de una OPA hostil frente a la sociedad objetivo es, como las demás medidas, una forma disuadir el oferente mediante el encarecimiento del coste de adquisición de la empresa, de manera que al ver que la adquisición hostil de la sociedad objetivo y la consecuente renovación del consejo de administración de dicha sociedad supondría la activación de estas cláusulas de paracaídas dorado y la necesidad de entregar a los directivos despedidos las compensaciones y beneficios establecidos en esas cláusulas, el oferente hostil reconsidere la adquisición de la sociedad al haber aumentado mucho su precio de compra. Funciona por tanto como una medida defensiva indirecta, ya que no impiden al oferente llevar a cabo su oferta, pero sí que aumentan los costes de su realización, dejando a valoración del oferente si le merece la pena pagar ese sobreprecio por adquirir su control. Esto dependerá exclusivamente de la dimensión de la compensación atribuida a los cesados ya que, si esta es muy alta, el precio de la consecución del control societario puede dispararse y hacer la adquisición inviable económicamente o desproporcionada al valor real de la sociedad cotizada.

Sin embargo, a pesar de ser una medida efectiva a la hora de desalentar a los oferentes de su intención de realizar una OPA hostil contra la sociedad, ha sido ampliamente criticada debido al peligro que supone la posibilidad de establecer esta cláusula con fines irregulares contrarios al de evitar una posible OPA. Esta posibilidad podría conducir a los administradores de una sociedad a perseguir y buscar la presentación de ofertas de adquisición ante dicha sociedad (una actuación contrapuesta al objetivo que persiguen estas medidas) para, en caso de consumarse la operación, recibir una alta compensación económica tras su despido, lo que supondría que no están actuando en beneficio de los accionistas, cuando estos son los que tienen la facultad de decidir sobre la conveniencia de estas ofertas. Además, muchos consideran que independientemente de lo altas que sean las compensaciones, proporcionalmente no supondrán un gran aumento al coste total de la operación y, por ende, no servirían como forma de desincentivar a los oferentes⁵¹.

⁵¹ Corporate Finance Institute, “*Golden Parachute*”, 2025, [en línea]
<<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/golden-parachute/>> (Consulta: 19 junio 2025)

Un ejemplo del empleo de este mecanismo fue el caso de Meg Whitman la antigua directora ejecutiva de la empresa Hewlett-Packard Enterprise (HP). Esta empresa configuró una cláusula de paracaídas dorado para el caso en que se produjera una adquisición hostil de la empresa y, Meg fuese destituida de su cargo. Cuando esto sucedió en el año 2016, tras la adquisición de esta sociedad, Meg recibió un total de 35.6 millones de dólares en concepto de compensación por su cese al activarse esta cláusula de su contrato como directora de HP⁵².

Siguiendo con esta clasificación de medidas defensivas, hay que mencionar la medida más empleada en la práctica por los administradores cuando se produce una OPA hostil en territorio español, la Litigación. Esta es la primera medida defensiva a la que suelen acudir los administradores de la sociedad que recibe una OPA hostil, considerándose prácticamente como una respuesta automática ante la presentación de una OPA (en el derecho norteamericano) que sirve para ir presionando al oferente mientras se confeccionan otras medidas defensivas más complejas que quizás sean más efectivas y contundentes para detener esa oferta⁵³. Su aplicación supone acudir a vía judicial o administrativa mediante el planteamiento de recursos y acciones que den pie a la iniciación procedimientos judiciales para investigar la legalidad de la oferta presentada, basándose en una teórica vulneración de la normativa que configura el régimen legal de las OPAs o el incumplimiento del derecho de la competencia por parte del oferente a la hora de desarrollar la oferta de adquisición⁵⁴. Mientras que las demás medidas previamente mencionadas tratan de frustrar el éxito de la oferta incidiendo en la misma, la litigación persigue un objetivo estratégico más dirigido al corto plazo, retrasar lo máximo posible el desarrollo de la oferta para, durante el transcurso de la litigación, encontrar otra manera de frenar el éxito de dicha oferta como la búsqueda de un caballero blanco que les apoye.

Las medidas que pueden solicitarse en base a esta litigación son variadas, como por ejemplo la solicitud de medidas cautelares que frenen la oferta o, el planteamiento de un recurso ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores por considerar que la oferta no cumple los requisitos formales establecidos legalmente para su validez. En todo caso, estas medidas son efectivas de cara a posponer el transcurso de la oferta y para aumentar el coste

⁵² Investopedia, “*Golden Parachute: Definition, Examples, Controversy*”, Adam Hayes, Marzo 2021, [en línea] <<https://www.investopedia.com/terms/g/goldenparachute.asp#citation-4> > (Consulta: 19 junio 2025)

⁵³ Javier GARCÍA ENTERRÍA, “*Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre las OPAs*”, Civitas Ediciones S.L., Madrid, 1999, capítulo 4, págs. 133-134.

⁵⁴ José Antonio PAYET PUCCIO (2021), “*OPAs hostiles y medidas de protección*”, IUS ET VERITAS, núm. 23, 2001, pág. 115.

que supondría esta adquisición para el oferente con los sucesivos litigios. El problema de su uso como medida defensiva es que generalmente se trata de una herramienta para dilatar el proceso, no para solucionarlo ya que las reclamaciones suelen ser infructuosas y, por tanto, es necesario que vaya acompañada de otras medidas más efectivas que permitan el fracaso de la oferta. Además, pueden suponer un grave perjuicio para la propia oferta ya que, cuando una OPA es aceptada, la cotización en Bolsa de los valores de la sociedad objetivo va a suspenderse y, al aceptar los recursos judiciales presentados contra la oferta que fomentan su paralización, se reactivaría la cotización de estos valores alterando las condiciones que rodean a la OPA. Por este motivo se requiere que, para poder presentar este tipo de recursos, la sociedad demandante pruebe que si no se paraliza el proceso puede tener graves consecuencias para el mercado y depositar una fianza por los posibles daños que cause esa interrupción.

Esta medida se utilizó en el conocido caso de la OPA hostil presentada por Gas Natural contra Endesa en 2005, en la que Endesa trató de frenar la oferta realizada mediante el planteamiento de distintos recursos ante los tribunales, como la solicitud de impugnación de la autorización concedida por el Gobierno a Gas Natural por considerar que las veinte condiciones impuestas por el gobierno a esta entidad para desarrollar la oferta eran insuficientes para evitar los perjuicios que provocaría su consumación, recurso en el que el Tribunal Supremo supeditó la medida cautelar solicitada de paralización de la oferta a condición de que Endesa presentara un aval por 1.000 millones de euros⁵⁵, lo que efectivamente ocurrió después. Endesa también formuló una reclamación ante la Comisión de las Comunidades Europeas por considerar que la OPA de Gas Natural contra su entidad debía ser considerada una operación de concentración con dimensión comunitaria y que, por tanto, las autoridades judiciales españolas no tenían competencia para juzgarla, reclamación que la Comisión inadmitió por creer que no es una operación de dimensión comunitaria y que posteriormente el Tribunal de Primera Instancia de la UE confirmó, ratificando la decisión previa de la Comisión en julio de 2006⁵⁶.

⁵⁵ Gas Natural, “*El consejo de Endesa deberá decir si ofrece aval por importe de 1.000 millones de euros para suspender cautelarmente la OPA de Gas Natural*”, Dirección de comunicación, Marzo 2006, [en línea], <<https://www.cnmv.es/web/services/verdocumento/ver?e=E%2BpEw7Dg4GOPtZUNGki0IXoVWdfesgkpo6eZDnmbdpma3phc%2FKDdGHMm7I9fO0VE>> (Consulta: 19 junio 2025)

⁵⁶ Comisión de las Comunidades Europeas, “*El Tribunal de Primera Instancia confirma la decisión de la Comisión que declara que el proyecto de adquisición de Endesa por Gas Natural no es de su competencia*”, Comunicado de prensa n°61/06, Julio 2006, [en línea], <https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/es/cje_06_61/CJE_06_61_ES.pdf>, (Consulta: 19 junio 2025)

Para terminar esta enumeración de medidas, cabe destacar otro mecanismo defensivo que pueden emplear las sociedades cotizadas cuando se presenta una OPA hostil contra ellas, las llamadas píldoras venenosas o poison pills, aunque también se las conoce como los shareholders rights plan. Este instrumento consiste en el establecimiento de determinadas previsiones o cláusulas en los estatutos de la sociedad, cuya activación queda sometida a la condición de que se produzca un intento de adquisición hostil de la sociedad, y mediante las cuales se concede a los accionistas una serie de derechos de distinta clase, según el tipo de píldora de que se trate, por ejemplo, derechos para hacerse con nuevas acciones de la propia sociedad a un precio ampliamente inferior al de mercado o acciones de la adquirente hostil, con el objetivo de diluir el porcentaje de control que adquiere el oferente al realizar la OPA.

Estas píldoras venenosas pueden ser de dos tipos, las poison pill flip-in y las poison pill flip-over. A través de las primeras se concede a los accionistas actuales de la sociedad objetivo una serie de derechos de adquisición preferente para poder comprar nuevas acciones de la sociedad a un precio considerablemente menor que el valor real de dichas acciones. Para que se active esta cláusula es necesario que el adquirente hostil se haga con un determinado porcentaje de participación sobre el capital social, porcentaje que puede variar según cada sociedad ya que es de libre determinación y se fijará cuando se establezcan las cláusulas en los estatutos por la Junta de accionistas. El efecto disuasor que produce esta medida se consigue gracias a que este derecho de adquisición preferente se confiere a todos los accionistas salvo al adquirente hostil (que ya tiene un determinado porcentaje de acciones de la sociedad), de forma que si los accionistas ejercen su derecho y se hacen con nuevas acciones a un precio reducido verán incrementada su participación accionarial y, como consecuencia, se diluirá la participación recién adquirida por el oferente hostil, que verá reducido su porcentaje de control societario y, en caso de querer seguir haciéndose con dicho control, deberá volver a realizar un gran desembolso para hacerse con un mayor número de acciones que le permita adquirir el control de la sociedad⁵⁷. De esta manera se aumenta la complejidad de la operación elevando el coste de adquisición de la sociedad, lo que puede facilitar que el oferente desista de su idea de proseguir con la OPA hostil.

⁵⁷ Javier JUSTE MENCÍA, Andrés RECALDE CASTELLS. *“Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español”*, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010, págs 485-486.

La otra posibilidad se introduce a través de las poison pill flip-over, mediante las cuales se concede los accionistas actuales de la sociedad un derecho de adquisición similar al anteriormente mencionado en las píldoras flip-in (también permite hacerse con acciones a un precio inferior a su valor real en el mercado), sin embargo este derecho de adquisición no se refiere a las acciones de la propia sociedad objetivo, sino a las acciones de la sociedad que lleva a cabo la OPA hostil siempre y cuando tras la adquisición se produzca su fusión con la sociedad objetivo⁵⁸. Por tanto, es una medida que, se hace efectiva una vez se ha consumado la OPA y solo en caso de que se produzca una fusión entre la sociedad oferente y la objetivo, permitiendo a los accionistas de la sociedad objetivo la compra a precio reducido de las acciones de la entidad que resulte de dicha fusión societaria de forma que, si no se produce esta fusión entre las entidades, las cláusulas de flip-over no servirán para nada. El objetivo perseguido con esta medida es el mismo que en las píldoras flip-in, diluir el porcentaje de control que tendría el oferente sobre su propia sociedad en caso de que los accionistas de la sociedad objetivo hicieran efectivo su derecho de adquisición, de forma que el oferente reflexione sobre la viabilidad de la operación ya que su realización supone la cesión a los otros accionistas de parte del control societario de la nueva sociedad a un precio reducido, haciendo menos atractiva económicamente la OPA sobre dicha sociedad.

El problema que rodea a estas medidas es su difícil aplicación en el territorio español por la normativa vigente en materia de OPAs. En primer lugar, existe una gran diferencia respecto del derecho norteamericano, ya que en España, en base a lo establecido por el artículo 28 Real Decreto 1066/2007, sobre el deber de neutralidad de los administradores, estos para poder activar la píldora venenosa una vez se presente la OPA hostil requieren de la correspondiente autorización de la Junta de accionistas (puesto que podría concebirse como un acto para impedir el éxito de la oferta, vulnerando el deber de neutralidad), mientras que en Estados Unidos los administradores no cuentan con esta limitación, pudiendo activar la cláusula ellos mismos sin necesidad de autorización. Además, al tratarse de cláusulas establecidas en los estatutos de la sociedad, la competencia objetiva para su integración en estos estatutos queda en manos de la Junta general de accionistas según lo dispuesto por el artículo 285 LSC, debiendo dicha junta decidir sobre su conveniencia y no los administradores de la sociedad. Incluso podría considerarse que conceder mediante estas cláusulas derechos de adquisición a los accionistas de la sociedad objetivo a excepción del

⁵⁸ Financial Edge Training, “*Poison Pill Defense*”, Benu Singhal, Septiembre 2024, [en línea] <<https://www.fe.training/free-resources/ma/poison-pill-defense/>> (Consulta: 19 junio 2025)

adquiriente hostil supondría vulnerar el artículo 97 LSC, al no conceder un trato igualitario a todos los accionistas de la sociedad. Estas consideraciones hacen que sea mucho más complicado el uso de estas píldoras como medida defensiva anti-OPAs en España y la UE que en Estados Unidos (donde son una de las medidas más empleadas en la práctica), al entrar en conflicto con dos principios básicos del ordenamiento español, como es el principio de neutralidad y con la libre transmisibilidad de las acciones del artículo 123 LSC, ya que las píldoras introducen limitaciones para el oferente hostil, que adquiere un paquete de acciones y ve como por su compra se le perjudica reduciendo el porcentaje de control que suponen dichas acciones, condicionando su adquisición y no la de los demás accionistas.

Una última precisión sobre esta medida, que atañe también al Golden Parachute previamente mencionado, es que al tratarse de dos medidas que requieren su integración en los estatutos de la sociedad podrían considerarse como medidas preventivas y no defensivas, pero esto es erróneo, ya que su aplicación se produce una vez la OPA hostil ya ha sido presentada y no antes, lo que supone que definitivamente se deben de considerar como medidas defensivas puras.

Un ejemplo del empleo de esta clase de medidas se pudo apreciar en abril de 2022 y fue protagonizada por Elon Musk, cuando el magnate estadounidense adquirió el 9% de las acciones de Twitter dejándole como su máximo accionista, una actuación que fue percibida por la empresa como un intento de compra hostil y, que la llevo a actuar en consecuencia introduciendo una cláusula de píldora venenosa en sus estatutos que conferiría a los accionistas derechos para adquirir acciones adicionales de Twitter a mitad de precio. Esta píldora se estableció para activarse en caso de que se produjera una adquisición hostil de un oferente externo por un porcentaje superior al 15% del capital de la compañía, de forma que cualquier persona que quisiera hacerse con un porcentaje superior y tratar de adquirir el control de la compañía, debía negociarlo con los administradores y llegar a un acuerdo razonable para ambas partes⁵⁹. Esta medida fue muy efectiva y evitó que Elon Musk formulase una OPA hostil contra la sociedad, para posteriormente cerrar un acuerdo con sus directivos para su compra por 44 mil millones de dólares.

⁵⁹ Pr Newswire, “*Twitter adopta un plan de derechos de los accionistas de duración limitada, lo que permite a todos los accionistas realizar el valor de la empresa*”, Abril 2022, [en línea] <<https://www.prnewswire.com/news-releases/twitter-adopts-limited-duration-shareholder-rights-plan-enabling-all-shareholders-to-realize-full-value-of-company-301526627.html>> (Consulta: 19 junio 2025)

Esto también ocurrió con Netflix en 2012 cuando Carl Icahn adquirió acciones de la sociedad por valor del 9,98% de su capital social, lo que llevo a la compañía ha anunciar a los pocos días el establecimiento de una píldora venenosa cuya activación se produciría si se adquiría más del 10% de su capital, aportando un derecho a sus accionistas para hacerse con más acciones con un gran descuento. Esto fue muy criticado por Icahn al considerar que no había sido una medida votada por los accionistas de la sociedad y que, se trataba de un caso llamativo de gobierno corporativo deficiente al anteponer los administradores sus intereses a los de la sociedad⁶⁰.

6.- REALIDAD PRACTICA DE LAS OPAS HOSTILES EN ESPAÑA

Como se ha comentado a lo largo del trabajo, las OPAs hostiles son operaciones de gran magnitud y complejidad, lo que genera que su aplicación práctica en territorio español sea realmente inusual. Desde los primeros registros de esta clase de operaciones en 1980 se han llevado a cabo únicamente una veintena de OPAs hostiles y, con la llegada de la crisis financiera de 2008, se produjo un parón muy acentuado en la formulación de estas ofertas hasta 2016 con presentación de la OPA hostil de ACS sobre Hochtief, que volvió a abrir las puertas a la realización de estas operaciones de adquisición. La comparativa entre la situación española y la de otros países del continente europeo como Reino Unido demuestra la excepcionalidad de estas operaciones en España, una característica menos acentuada en otros países donde se han llevado a cabo de forma más habitual. Por ejemplo, desde 1985 a 2018 el número de OPAs realizadas en España fue de 18, un número muy reducido en comparación con las 385 OPAs hostiles que se llevaron a cabo en Reino Unido en ese mismo periodo o las 40 de Francia⁶¹. Lo cierto es que se han llevado a cabo 8 nuevas OPAs en el panorama español durante el año 2024, pero solo una tenía el carácter hostil, algo que pone de relieve la rareza de estas operaciones, siendo mucho más aconsejable tratar de llegar a un acuerdo mediante una OPA amistosa.

A pesar de ser operaciones poco comunes en España, el impacto que genera su realización sobre el sector empresarial y económico del país hace que, cuando se formulan,

⁶⁰ UC Berkeley Law, “*Netflix, Good Governance and Poison Pills*”, Amanda Berloni, Noviembre 2012, [en línea] <<https://sites.law.berkeley.edu/thenetwork/2012/11/16/netflix-good-governance-and-poison-pills/>> (Consulta: 19 junio 2025)

⁶¹ Diario La República, “*El Reino Unido encabeza por amplia diferencia el ranking de Opas hostiles en Europa*”, Diciembre 2021, [en línea] <<https://www.larepublica.co/globoeconomia/el-reino-unido-encabeza-por-amplia-diferencia-el-ranking-de-opa-hostiles-en-europa-3275309>> (Consulta: 19 junio 2025)

atraigan todos los focos de atención y merezcan un análisis detallado de sus implicaciones. Para realizar el estudio sobre la realidad práctica de estas ofertas en España no hay que irse muy lejos, habiéndose producido recientemente la OPA hostil lanzada por el banco BBVA contra el Banco Sabadell, que puede servir como ejemplo para analizar las características de estas operaciones en el país español.

6.1.- LA OPA HOSTIL DEL BBVA SOBRE EL BANCO SABADELL

Como se acaba de mencionar, no hace falta remontarse muchos años atrás para encontrar la última OPA hostil realizada en España. En 2024 se presentó la OPA del BBVA sobre el Banco Sabadell, una de las únicas OPAs que se han regido por la nueva normativa vigente implementada por la reciente Ley 6/2023. Para comenzar con el análisis, hay que señalar que se trata de dos entidades del sector bancario, por una parte, el BBVA (Banco Bilbao Vizcaya Argentaria), una entidad de mayor dimensión al encontrarse ampliamente extendida por diferentes zonas del mundo como Latinoamérica y con una capitalización bursátil, en abril de 2024, de 56.500 millones de euros y, como contraparte, el Banco Sabadell, con una estrategia más enfocada en el mercado bancario español y sus PYMES, que reportó una capitalización bursátil en abril de 2024, de 11.600 millones de euros, siendo una sociedad mucho más reducida en términos financieros que el BBVA. La intención perseguida por el BBVA es la creación de una entidad reforzada, consolidando su posición en el mercado bancario español gracias a las fortalezas en este ámbito del Banco Sabadell y convertirse en la segunda fuerza bancaria del país (algo que alertó a las autoridades de defensa de la competencia).

Hay que remontarse al 30 de abril de 2024 para asistir al inicio del intento de adquisición por parte del Banco BBVA contra el Banco Sabadell, concretamente en ese día el BBVA planteó un proyecto de adquisición amistosa con el objetivo de fusionarse con el Banco Sabadell, proyecto que fue rechazado el 6 de mayo de ese mismo año por el Consejo de Administración de dicha sociedad, que no la consideró suficientemente atractiva. A modo de apunte, en aquel momento el precio de la acción del BBVA se encontraba en 9,60 euros por acción y las de Sabadell en torno a 1,74 euros por acción. Esta oferta amistosa planteaba el cambio entre las acciones de ambas entidades bancarias de la siguiente manera, cada nueva acción del BBVA tras la correspondiente fusión equivaldría a 4,83 acciones del Sabadell, lo que supone una prima del 30% sobre su precio, algo que el Consejo de este banco consideró como insuficiente ya que se subestimaba su estrategia de crecimiento potencial y, además,

mantuvo la idea de que su funcionamiento como entidad independiente reportaría un mayor beneficio para sus accionistas⁶². También argumentó que la insuficiente representación que iba a tener el Banco Sabadell en el nuevo consejo de administración de la sociedad tras la fusión (dispondría de 3 de los 15 miembros del consejo) era perjudicial para sus intereses ya que conduciría a perder su identidad como entidad.

El siguiente acontecimiento se produjo el 9 de mayo de 2024 cuando el BBVA anunció que lanzaba una OPA hostil (sin previo acuerdo con el Consejo del Sabadell) por el 100% de sus acciones sobre el Banco Sabadell, tras el previo intento fructado de fusión amistosa rechazado por el Consejo de administración del Sabadell. En esta nueva oferta de adquisición el BBVA, aunque de primeras mantuvo las condiciones de la primera oferta, posteriormente ajustó los términos de esta para que reflejase correctamente el pago de dividendos de ambos bancos realizados tras el primer anuncio de la oferta de fusión, de manera que se ofreció a los accionistas del Sabadell el canje de una acción de nueva emisión del BBVA y el pago en efectivo de 0,70 euros por cada 5,3456 acciones del Banco Sabadell⁶³. Tras estos sucesos las acciones del BBVA comenzaron a bajar aunque muy moderadamente por las expectativas de la posible fusión, que harían que el porcentaje de participación de los accionistas se diluyera al aumentar el número de acciones en circulación, mientras que las acciones del Sabadell experimentaron un aumento significativo situándose su cotización en torno 1,89 euros por acción, aunque esto las situaba aún por debajo del precio ofertado de 2,26 euros por acción ya que el mercado bursátil se muestra desconfiado sobre la factibilidad de la oferta, valorando las acciones del Sabadell en torno a 2,74 euros, algo separado de la oferta del BBVA⁶⁴.

Esta oferta de adquisición fue ampliamente criticada por varios miembros del Gobierno español mostrando su oposición a la misma, como el ministro de Economía, Comercio y Empresa, Carlos Cuerpo que consideró que esta operación podría acarrear graves efectos lesivos sobre el sistema financiero español al aumentar el nivel de concentración empresarial del sector, poniendo en riesgo la estabilidad económica y laboral del país. También se

⁶² Banco Sabadell, “BBVA lanzó una propuesta de fusión que el consejo de administración de Banco Sabadell rechazó”, Mayo 2024, [en línea] <<https://comunicacion.grupbancsabadell.com/opa/elementos-clave/>> (Consulta: 19 junio 2025)

⁶³ BBVA, “Oferta de compra de BBVA a los accionistas del Banco Sabadell”, 2024, [en línea] <<https://www.bbva.com/es/bbva-opa-sabadell/>> (Consulta: 19 junio 2025)

⁶⁴ El Periódico de España, “La bolsa no se cree la OPA a Sabadell: sus acciones están lejos de la prima del BBVA”, Mayo 2024, [en línea] <<https://www.elperiodico.com/es/economia/20240519/bolsa-cree-opa-banco-sabadell-117590495>> (Consulta: 19 junio 2025)

pronunció la vicepresidenta del Gobierno Yolanda Díaz, argumentando que este tipo de operaciones era “contraria a los intereses de España”, al considerar que provocaría la destrucción de numerosos puestos de empleo y una situación de oligopolio en el sector financiero, perjudicial para la libre competencia⁶⁵. Sin embargo, quien no manifestó la misma opinión frente a esta operación fue el Banco Central Europeo (BCE) que el día 5 de septiembre de 2024, notificó al BBVA su no oposición a la adquisición del control del Banco Sabadell tras estudiar la prudencia y solvencia de la oferta, cumpliendo de esta manera uno de los primeros requisitos necesarios para la realización de la operación⁶⁶. También se obtuvo por aquel entonces el visto bueno de la Comisión Europea tras el estudio de sus posibles efectos en el mercado.

El siguiente paso lo protagonizaría la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (CNMC) en noviembre de 2024 al considerar que los compromisos que había presentado el BBVA, para evitar la aparición de posibles problemas relativos al derecho de la competencia derivados de la concentración de ambas entidades, eran insuficientes en relación con los numerosos riesgos que generaría tal operación e inició una segunda fase de valoración de la oferta para determinar si la concentración empresarial propuesta era viable o no. La resolución de esta segunda fase de investigación llegó el 30 de abril de 2025 dando luz verde a la operación, pero sometiéndola a la condición de que se cumpliesen una serie de compromisos que asegurasen que la oferta no afectaría negativamente a la competencia del sector financiero español. Esta investigación consideró que la operación de fusión entre ambas sociedades podría suponer una amenaza contra el sector de la banca minorista y de los servicios de pago, al generar situaciones de monopolio o duopolio en numerosos municipios de España siendo esto un fuerte riesgo para la competencia, pero la CNMC valoró los compromisos aportados por el BBVA como suficientes y apropiados para evitar los problemas antes mencionados⁶⁷. Esto supuso el cumplimiento de un segundo requisito necesario para proseguir con esta operación.

⁶⁵ RTVE, “Economía rechaza en fondo y forma la OPA del BBVA y avisa de que el Gobierno tiene la última palabra”, Mayo 2024, [en línea] < <https://www.rtve.es/noticias/20240509/gobierno-rechaza-opa-hostil-bbva-sobre-sabadell-avisa-efectos-lesivos-sobre-sector/16095456.shtml> > (Consulta: 19 junio 2025)

⁶⁶ BBVA, “El BCE da su visto bueno a la operación de BBVA y Banco Sabadell”, Septiembre 2024, [en línea] < <https://www.bbva.com/es/economia-y-finanzas/el-banco-central-europeo-bce-da-su-visto-bueno-a-la-operacion-de-bbva-y-banco-sabadell/> > (Consulta: 19 junio 2025)

⁶⁷ CNMC, “La CNMC aprueba con compromisos la concentración BBVA/Sabadell en segunda fase”, Nota de prensa, Abril 2025, [en línea] < <https://www.cnmc.es/prensa/autorizacion-compromisos-bbva-sabadell-20250430> > (Consulta: 19 junio 2025)

De esta manera a día de hoy, 3 de mayo de 2025, la continuidad de esta operación queda en primer lugar, en manos del Gobierno español que deberá valorar si la adquisición compromete la competencia del sector y supone un perjuicio sobre los intereses generales de la nación, pudiendo introducir disposiciones que dificulten la operación en caso de considerarla lesiva. Pero la decisión final recaerá sobre los accionistas del Banco Sabadell que tienen la última palabra, para ello se abrirá un plazo de aceptación de la oferta que se espera que sea efectivo en el segundo y tercer trimestre de 2025, tras la aprobación de la autorización a la OPA por la CNMV que iniciaría este plazo para aceptar o no⁶⁸.

Sin embargo, no se puede caer en el error de pensar que el Gobierno puede frustrar el éxito de la OPA por cualquier motivo. En primer lugar, hay que decir que el Gobierno no puede entrar a valorar como esta operación va a afectar a la competencia, ya que se trata de un tema que es atribuido a la autoridad competente en esta materia, la CNMC, que ya dio su visto bueno. Además, la facultad del Consejo de ministros de evaluar la existencia de una concentración económica, como bien establece el artículo 10 de la Ley de Defensa de la Competencia, debe restringirse a apreciar si esta operación pone en peligro cuestiones de interés general, diferentes de la defensa de la competencia. Como esta operación en principio, no supone un perjuicio para los aspectos de interés general mencionados en dicho artículo, la actuación del Gobierno no debería conllevar una denegación de la autorización para realizar la OPA. En caso de que dicha valoración no se limitase a comprobar dichos aspectos de interés general o, persiguiese evidentes fines políticos, podría considerarse como un abuso de sus facultades, pudiendo suponer una sanción en virtud del artículo 62 de la Ley de Defensa de la Competencia, al estar ante una infracción grave de sus funciones.

Por ello es importante que el Consejo de ministros se limite a comprobar si la operación atenta o no contra los intereses generales, sin entrar en valorar si es válida a efectos de la competencia, ya que en ese caso estaríamos ante un exceso del límite de sus facultades⁶⁹.

Actualmente las acciones del BBVA cotizan en torno a 9,93 euros por acción, mientras que las del Banco Sabadell se sitúan en 1,99 euros por acción por toda la incertidumbre que rodea esta operación. Aunque aún no se conoce el devenir de esta

⁶⁸ Banco Sabadell, “OPA hostil, información relevante sobre el proceso y la oferta”, 2025, [en línea] <<https://comunicacion.grupbancsabadell.com/opa/>> (Consulta: 19 junio 2025)

⁶⁹ Expansión, “¿Qué puede hacer o qué no el Gobierno en la OPA de BBVA sobre Sabadell?”, José Carlos Laguna de Paz, Mayo 2025, [en línea], <<https://www.expansion.com/opinion/2025/05/12/68222edce5fdeafb138b458c.html>>, (Consulta: 19 Junio 2025)

operación todo parece indicar que se acabara produciendo dicha fusión, colocándose como una de las operaciones más significativas del mercado bancario español en su historia, demostrando el largo y complejo proceso que supone la realización de una OPA hostil y los numerosos problemas que supone su planteamiento, como se ha expuesto a lo largo de todo este trabajo⁷⁰.

7.- CONCLUSIONES

A lo largo del desarrollo del trabajo, se ha llevado a cabo un análisis en profundidad de las Ofertas Públicas de Adquisición, desde sus fundamentos teóricos hasta su realidad en la práctica, y las numerosas exigencias que implica la utilización de este mecanismo para la consecución del control de una sociedad cotizada. Durante todo este estudio, se ha podido observar la enorme complejidad de este instrumento, tanto jurídica como económicamente, rodeado de distintos principios, requisitos, deberes y obligaciones, que deben respetarse a la hora de formular una OPA y, que hacen de esta figura un mecanismo excepcional. Y es por ello, que las OPAs son una operación societaria de gran envergadura, lo que provoca que sean poco habituales en la práctica, sin embargo, su gran dimensión e importancia estratégica (ya que como se ha explicado, no solo sirven para adquirir el control de una sociedad, sino que tienen finalidades complementarias), hacen que las OPAs deban ser objeto de un estudio riguroso para garantizar su correcta formulación y gestión, y evitar consecuencias perjudiciales para el mercado de valores o el derecho de la competencia.

A nivel jurídico, como se ha expuesto durante la primera parte del trabajo, la regulación en materia de OPAs ha sido objeto de una profunda evolución a lo largo del tiempo, siendo regulada por numerosos textos legales que establecían un sistema de OPAs disperso, que ha ido adaptándose a progresiva evolución del Derecho societario y a la realidad social. Las carencias de las regulaciones antiguas y, la exigencia de un marco legal compatible con el mercado común en la UE, revelaron la necesidad de conformar un texto legal que

⁷⁰ El día 24 de junio de 2025, el Consejo de Ministros se ha pronunciado autorizando la OPA del BBVA sobre el Sabadell. Sin embargo, establece una serie de condiciones que el BBVA deberá de cumplir durante los tres siguientes años para poder realizar dicha OPA. Estas medidas implican que el BBVA deberá mantener durante esos tres años al Banco Sabadell como una entidad separada jurídicamente, impidiendo así la fusión, y, no podrá despedir a sus trabajadores a raíz del éxito de la OPA. Esta última limitación no incluye al consejo de administración del Banco Sabadell, que podrá ser renovado como consideren los diligentes del BBVA. Frente a la opinión manifestada por ministro de Economía, Carlos Cuerpo, que considera que estas condiciones no limitan ni afectan a la operación; el presidente del BBVA, Carlos Torres, no descarta recurrir dicha decisión, ya que sostiene que la actuación del Gobierno no puede endurecer más las condiciones impuestas por la CNMC como sí ha hecho en este caso. Por lo que, de momento solo queda esperar para ver cuál será la decisión del BBVA, si decide continuar con la oferta y emitir el folleto correspondiente, o se echa para atrás y frena la operación.

armonizase el régimen de las OPAs a nivel europeo. Para ello se aprobó la Directiva 2004/25/CE, donde se establecen los principios generales y, las cuestiones comunes que deben incorporar todas las legislaciones nacionales relativas a esta materia, a nivel europeo. En España, estas cuestiones se incorporaron primero en la Ley 6/2007 y, en los distintos reglamentos que la desarrollaron, como el Real Decreto 1066/2007, que configuran el marco legal de las OPAs en el derecho español, y cuyo contenido no ha sido modificado en exceso por las regulaciones posteriores, como la vigente Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y Servicios de Inversión, que realiza modificaciones no sustanciales sobre la regulación previa.

Como expone este trabajo, el régimen actual de las OPAs se configura principalmente en torno a dos principios, el principio de protección de los accionistas, que conllevó la creación del sistema de OPAs a posteriori, con el objetivo de garantizar que todos los accionistas se beneficiaran de la prima de control, en caso de producirse un cambio en el control de la sociedad. Además, el sistema vigente también se rige por el principio de libre decisión de los accionistas, ya que, ante la presentación de una OPA, la decisión sobre su éxito o fracaso debe recaer íntegramente sobre los accionistas de dicha sociedad. Para ello se configuró el deber de neutralidad de los administradores, que trata de evitar cualquier actuación no autorizada por la Junta de accionistas, de los administradores de una sociedad ante la formulación de una OPA, que pueda frustrar el éxito de dicha oferta, para asegurar que la decisión sobre la aceptación de la OPA corresponda únicamente a los accionistas.

En cuanto a las medidas defensivas que pueden plantear los consejos de administración de las sociedades cotizadas, tanto antes como después de la formulación de la OPA contra la sociedad objetivo, a lo largo del trabajo se puede apreciar el amplio número de mecanismos que pueden emplear estos administradores para frenar las OPAs. Estos mecanismos se van a clasificar en dos grupos, medidas preventivas y medidas defensivas en sentido estricto, que operan ex ante o ex post a la presentación de la OPA respectivamente. Estas medidas pueden variar desde cláusulas limitativas insertas en los estatutos de la sociedad o en pactos parasociales, que crean una estructura defensiva para disuadir o dificultar posibles intentos de OPA, hasta la búsqueda de un caballero blanco con una oferta competidora, que sea más atractiva para los accionistas y administradores de la sociedad objetivo. Como se ha puesto de manifiesto, hay múltiples herramientas para frustrar el éxito de una OPA hostil, sin embargo, estas medidas deben ser empleadas correctamente, con el objetivo de velar por los intereses de los accionistas y la propia sociedad, y no, por el interés

personal de cada administrador. Para asegurar la correcta aplicación de estos mecanismos, se establecen numerosas limitaciones que restringen su uso, como las medidas de neutralización o el deber de neutralidad de los administradores, además de la correspondiente supervisión por la CNMV, que controla la legalidad de dichos mecanismos.

En definitiva, tras la realización de este trabajo se comprende la magnitud de las OPAs hostiles, un instrumento de enorme complejidad, sujeto a múltiples restricciones legales y al cumplimiento de diversos requisitos. Esto supone que, a pesar de ser un mecanismo útil, no solo para adquirir el control de una sociedad, sino para asegurar el buen gobierno corporativo prestado por los administradores, su aplicación práctica en la realidad es muy aislada, siendo poco frecuente presenciar su formulación. No obstante, el estudio en profundidad de esta figura me ha hecho comprender que se trata de un mecanismo societario completamente necesario, que permite exigir una actuación eficiente de las sociedades y sus administradores, ya que, de no ser así, la sociedad se convertirá en un activo de intereses para oferentes externos que consideren que pueden aumentar su valor, bajo su propia gestión. De esta manera se consigue un mercado corporativo más eficaz y dinámico, donde constantemente se exige crecimiento, para no convertirse en el blanco de una de estas ofertas.

8.- BIBLIOGRAFIA:

TRABAJOS DOCTRINALES:

APARICIO ROQUEIRO, C. “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”. CNMV, Monografía nº.20, Febrero 2007. Disponible en:

https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_20.pdf

AZOFRA, F. “El Informe Winter sobre modernización del derecho societario en Europa”, Actualidad Jurídica Uría y Menéndez, núm. 4, 2003. Disponible en:

<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/1035/documento/art02.pdf?id=2009>

EASTERBROOK, F.H. y FISCHER, D.R. “*The Economic Structure of Corporate Law*”, Harvard University Press, 1996. Disponible en:

[https://www.hse.ru/data/2015/11/25/1080442459/Class%20%20\(Complete\).pdf](https://www.hse.ru/data/2015/11/25/1080442459/Class%20%20(Complete).pdf)

GARCÍA ENTERRÍA, J. “Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre las OPAs”, Civitas Ediciones S.L., Madrid, 1999.

FERNÁNDEZ TORRES, I. “Luces y sombras en la reforma de OPAs: El papel de la junta general en relación con las medidas defensivas”, Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid, núm. 18, Marzo 2008. Disponible en:

<https://docta.ucm.es/rest/api/core/bitstreams/bde3e170-a3f6-43e1-99ff-f2bf58e4f5b8/content>

FUNDACIÓN DE ESTUDIOS BURSÁTILES Y FINANCIEROS, “La nueva normativa de las OPAs en España. Balance del Real Decreto 1066/2007 desde su entrada en vigor”, Civitas Thomson Reuters, España, 2010.

JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A. “Estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español”, Tirant Lo Blanch, Valencia, 2010.

Henry G. MANE; “Mergers and the Market for Corporate control”, The Journal of Political Economy, Vol. 73, Nº 2, Abril 1965. Disponible en:

<https://ios23.classes.ryansafner.com/files/readings/Manne-1965.pdf>

MARTIN CABREJAS, A. “*OPA en la legislación y en la práctica*”, Trabajo de Fin de Grado, Julio 2016. Disponible en: <https://uvadoc.uva.es/bitstream/handle/10324/20582/TFG-D-0201.pdf;sequence=1>

MENÉNDEZ, A. y ROJO, A. “*Lecciones de Derecho Mercantil*”, Aranzadi, Navarra, 2024.

PAYET PUCCIO, J.A. “*OPAs hostiles y medidas de protección*”, IUS ET VERITAS, núm. 23, 2001. Disponible en: <https://img.lalr.co/cms/2021/12/07163803/16020-Texto-del-articulo-63640-1-10-20161212.pdf>

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. “*Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas*”, Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid, núm. 8, 2023. Disponible en: https://repositorio.uam.es/bitstream/handle/10486/3114/14274_8RJ330.pdf?sequence=1&isAllowed=y

SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. “*Principios de Derecho Mercantil*”, Tomo II, Aranzadi, Navarra, 2024.

WEBGRAFIA:

BANCO SABADELL, “*BBVA lanzó una propuesta de fusión que el consejo de administración de Banco Sabadell rechazó*”, Mayo 2024, [en línea] < <https://comunicacion.grupbancsabadell.com/opa/elementos-clave/> > (Consulta: 19 junio 2025)

BANCO SABADELL, “*OPA hostil, información relevante sobre el proceso y la oferta*”, 2025, [en línea] < <https://comunicacion.grupbancsabadell.com/opa/> > (Consulta: 19 junio 2025)

BBVA, “*El BCE da su visto bueno a la operación de BBVA y Banco Sabadell*”, Septiembre 2024, [en línea] < <https://www.bbva.com/es/economia-y-finanzas/el-banco-central-europeo-bce-da-su-visto-bueno-a-la-operacion-de-bbva-y-banco-sabadell/> > (Consulta: 19 junio 2025)

BBVA, “Oferta de compra de BBVA a los accionistas del Banco Sabadell”, 2024, [en línea] < <https://www.bbva.com/es/bbva-opa-sabadell/> > (Consulta: 19 junio 2025)

BERLONI, A. “Netflix, Good Governance and Poison Pills”, UC Berkeley Law, Noviembre 2012, [en línea] < <https://sites.law.berkeley.edu/thenetwork/2012/11/16/netflix-good-governance-and-poison-pills/> > (Consulta: 19 junio 2025)

BLANCO, I. MESONES, J. Y ROMERA, J. “España no es país para opas hostiles: éxitos y fracasos”, El Economista, Mayo 2024, [en línea] <<https://www.eleconomista.es/mercados-cotizaciones/noticias/12804097/05/24/espana-no-es-pais-para-opas-hostiles-exitos-y-fracasos.html>> (Consulta: 18 junio 2025)

BLOG INVERSIÓN, “El papel del Caballero Blanco en las OPAs: Estrategias e Impacto”, Mayo 2024, [en línea] <<https://www.norzpatrimonia.com/blog/el-papel-del-caballero-blanco-en-las-opas-estrategias-e-impacto/>> (Consulta: 18 junio 2025)

CARVAJAL, J. MÉNDEZ, T. ZUBIAGA, A. y RUBIO, C. “Nueva Ley del Mercado de Valores: novedades en materia de Ofertas Públicas de Adquisición”, Pérez-Llorca, Marzo 2023, [en línea] <<https://www.perezllorca.com/wp-content/uploads/2023/03/NJ-Nueva-Ley-del-Mercado-de-Valores-novedades-en-materia-de-Ofertas-Publicas-de-Adquisicion.pdf>> (Consulta: 18 junio 2025)

CUATRECASAS, “Una década de aplicación del actual régimen de las OPAs en España”, Febrero 2017, [en línea] < <https://www.cuatrecasas.com/resources/una-decada-de-aplicacion-del-actual-regimen-de-opas-en-espana-6183a1b215f01240387704.pdf?v1.46.1.20230406> > (Consulta: 18 junio 2025)

CORPORATE FINANCE INSTITUTE, “Shark repellent”, 2025, [en línea], <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/management/shark-repellent/>> (Consulta: 18 junio 2025)

CORPORATE FINANCE INSTITUTE, “Pac-Man Defense”, 2025, [en línea], <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/pac-man-defense-hostile-tekeover/>> (Consulta: 18 junio 2025)

CORPORATE FINANCE INSTITUTE, “*Golden Parachute*”, 2025, [en línea]
<<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/golden-parachute/>>
(Consulta: 19 junio 2025)

DIARIO LA REPÚBLICA, “*El Reino Unido encabeza por amplia diferencia el ranking de Opa hostiles en Europa*”, Diciembre 2021, [en línea],
<https://www.larepublica.co/globoeconomia/el-reino-unido-encabeza-por-amplia-diferencia-el-ranking-de-opa-hostiles-en-europa-3275309> (Consulta: 19 junio 2025)

EL PERIÓDICO DE ESPAÑA, “*La bolsa no se cree la OPA a Sabadell: sus acciones están lejos de la prima del BBVA*”, Mayo 2024, [en línea] <
<https://www.elperiodico.com/es/economia/20240519/bolsa-cree-opa-banco-sabadell-117590495>> (Consulta: 19 junio 2025)

FASTER CAPITAL, “*Defensa de las Joyas de la Corona. Protección de las Joyas de la Corona. Estrategias de defensa en el cambio de control*”, Mayo 2025, [en línea]
<<https://fastercapital.com/es/contenido/Defensa-de-las-Joyas-de-la-Corona--Proteccion-de-las-Joyas-de-la-Corona--Estrategias-de-defensa-en-el-cambio-de-control.html#ejemplos-exitosos-de-defensa-de-la-joya-de-la-corona>> (Consulta: 18 junio 2025)

FIDUVALOR, “*Golden Parachutes: La importancia de esta cláusula en los conflictos de Fusiones y Adquisiciones*”, Junio 2024, [en línea] < <https://fiduvalor.com.ec/2024/06/18/golden-parachutes-la-importancia-de-esta-clausula-en-los-conflictos-de-fusiones-y-adquisiciones/>>
(Consulta: 18 junio 2025)

HAYES, A. “*Golden Parachute: Definition, Examples, Controversy*”, Investopedia, Marzo 2021, [en línea] < <https://www.investopedia.com/terms/g/goldenparachute.asp#citation-4>>
(Consulta: 19 junio 2025)

ING “*¿Sabés qué es una OPA y todos los tipos que existen?*”, 2025, [en línea], <
<https://www.ing.es/ennaranja/invertir-dinero/conceptos-utiles/que-es-una-opa>>,
(Consulta: 19 junio 2025)

KENTON, W. “*Pac-Man Defense: What it is, How it Works, Examples*”, Investopedia, Julio 2021, [en línea] <<https://www.investopedia.com/terms/p/pac-man-defense.asp>> (Consulta: 18 junio 2025)

LINKLATERS “*Nueva Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión*”, Madrid, 2023, [en línea]. < <https://e.linklaters.com/91/7772/downloads/alert-lmvsi.pdf> > (Consulta: 20 junio 2025)

MEADE, E. “*What is the Crown Jewel Defense?*”, Wall Street Oasis, Noviembre 2024, [en línea] < <https://www.wallstreetoasis.com/resources/skills/deals/crown-jewel-defense-takeover> > (Consulta: 18 junio 2025)

PR NEWSWIRE, “*Twitter adopta un plan de derechos de los accionistas de duración limitada, lo que permite a todos los accionistas realizar el valor de la empresa*”, Abril 2022, [en línea] < <https://www.prnewswire.com/news-releases/twitter-adopts-limited-duration-shareholder-rights-plan-enabling-all-shareholders-to-realize-full-value-of-company-301526627.html> > (Consulta: 19 junio 2025)

RTVE, “*Economía rechaza en fondo y forma la OPA del BBVA y avisa de que el Gobierno tiene la última palabra*”, Mayo 2024, [en línea] < <https://www.rtve.es/noticias/20240509/gobierno-rechaza-opa-hostil-bbva-sobre-sabadell-avisa-efectos-lesivos-sobre-sector/16095456.shtml> > (Consulta: 19 junio 2025)

SANZ GONZALEZ, M. “*¿Que son las loyalty shares?*”, ILP Abogados, Junio 2020, [en línea], <<https://www.ilpabogados.com/que-son-las-loyalty-shares/>> (Consulta: 18 junio 2025)

SINGHAL, B. “*Poison Pill Defense*”, Financial Edge Training, Septiembre 2024, [en línea] < <https://www.fe.training/free-resources/ma/poison-pill-defense/> > (Consulta: 19 junio 2025)

URÍA MENÉNDEZ, “*Reforma de la legislación de ofertas públicas de adquisición de valores y sociedades de capital*”, Circular Informativa, Junio 2012, [en línea],
<https://www.uria.com/documentos/circulares/411/documento/4003/Mercantil_Junio_2012_ES.htm?id=4003> (Consulta: 18 junio 2025)

DISPOSICIONES LEGALES:

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Ley 6/2007, de 12 de abril, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores.

Ley 6/2023, de 17 de marzo, de los Mercado de Valores y de los Servicios de Inversión.

Real Decreto Ley 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios.

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Real Decreto 814/2023, de 8 de noviembre, sobre instrumentos financieros, admisión a negociación, registro de valores negociables e infraestructuras de mercado.

Decreto-Lei n.º 486/99, Código dos Valores Mobiliários, “Limitação dos poderes da sociedade visada”.

DOCUMENTOS OFICIALES:

CNMV, “*Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas*”, Febrero 2015. Disponible en:
https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/CodigoGov/CBG_2020.pdf

CNMV, “*Sobre la CNMV. Funciones. Como actúa la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los mercados primarios y secundarios*”, 2025. Disponible en:

<https://www.cnmv.es/portal/quees/Funciones-CNMV>

CNMC, “*La CNMC aprueba con compromisos la concentración BBVA/Sabadell en segunda fase*”, Nota de prensa, Abril 2025. Disponible en: <https://www.cnmc.es/prensa/autorizacion-compromisos-bbva-sabadell-20250430>

COMISIÓN DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS, “*El Tribunal de Primera Instancia confirma la decisión de la Comisión que declara que el proyecto de adquisición de Endesa por Gas Natural no es de su competencia*”, Comunicado de prensa nº61/06, Julio 2006. Disponible en:

https://ec.europa.eu/commission/presscorner/api/files/document/print/es/cje_06_61/CJE_06_61_ES.pdf

GAS NATURAL, “*El consejo de Endesa deberá decir si ofrece aval por importe de 1.000 millones de euros para suspender cautelarmente la OPA de Gas Natural*”, Dirección de comunicación, Marzo 2006. Disponible en:

<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=E%2BpEw7Dg4GOPtZUNGki0lXoVWDfesgkpo6eZDnmdbpma3phc%2FKDdGHMm7I9fO0VE>