

TEMA 13. EL RÉGIMEN JURÍDICO DE LAS OPAs.

1. Introducción.

Las ofertas públicas de adquisición de valores (OPAs) son ofertas de adquisición que una persona física o jurídica formula públicamente a los titulares de acciones de una sociedad cotizada en Bolsa. Estas ofertas están cualificadas por la intención del oferente de adquirir una participación significativa o de control en el capital social de la sociedad afectada. La raíz de su existencia y regulación está en esa característica de instrumento de toma de control de sociedades cotizadas.

El capítulo IX (arts. 128 y ss.) de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, contiene el régimen jurídico de rango legal aplicable a la figura de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante, OPA). El desarrollo normativo de las previsiones legales sobre OPA se llevó a cabo a través del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

Desde entonces se ha venido consolidando y desarrollando en nuestro país esta regulación que incide profundamente sobre las posibilidades de variación de las posiciones de control societario, los mecanismos de reorganización de las estructuras empresariales y la garantía de la igualdad de trato de todos los accionistas.

Así, el régimen jurídico en esta materia ha sido modificado por Reales Decretos 437/1994, de 11 de marzo, 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores, 1676/1999, de 29 de octubre y 1443/2001, de 21 de diciembre, por el que se desarrolla la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, en lo referente al control de concentraciones económicas. La penúltima gran reforma de esta normativa fue la operada por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, por el que se modifica el Real Decreto 11797/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisiciones de valores.

Sin embargo, y como ya se ha señalado en el tema de introducción al mercado de valores, la reforma más reciente ha sido la que llevó –hace ya más de quince años- a cabo por la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la LMV para modificación del régimen de OPAs y transparencia de los emisores (*B.O.E.* núm. 89, de 13 de abril de 2007, p. 16260), y más específicamente, el Reglamento que la acompaña, aprobado por Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (*B.O.E.* núm. 180, de 28 de julio de 2007, p. 32829).

La finalidad de esta última reforma es la incorporación a nuestro derecho interno de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento y del Consejo, relativa a las ofertas públicas de adquisición, así como la modificación y mejora de algunos aspectos técnicos de la regulación anterior.

La amenaza de una empresa de ser opada por otra a veces suele desembocar en procesos de fusión de naturaleza claramente defensiva, y es, en general, algo que “ayuda” al Consejo de Administración de una empresa a realizar su labor con diligencia y evitar que cotice en bolsa a un precio inferior a su valor real. Por parte de los accionistas, en el caso por ejemplo de una OPA de exclusión (si triunfa la OPA la sociedad va a dejar de cotizar en Bolsa) es una última oportunidad de salirse de la empresa antes de perder la liquidez que los mercados secundarios de títulos valores ofrecen.

Las OPAs pueden clasificarse conforme a diferentes criterios.

En primer lugar, se pueden distinguir las OPAs amistosas o pactadas de las conocidas como OPAs hostiles, según exista un conflicto entre los intereses de los administradores de la sociedad afectada y los del oferente. Esta distinción, a pesar de ser la más “popular” tiene más importancia desde un punto de vista periodístico que estrictamente jurídico, ya que podemos decir que las OPAs siempre son amistosas en la medida en que benefician al accionista, que se ve liberado de una mala gestión de los administradores. Desde un punto de vista más jurídico, distinguimos entre OPAs obligatorias (cuando se pretende adquirir un determinado porcentaje de acciones de otra sociedad, o cuando es consecuencia de que se quiere excluir un valor de la cotización) y las que se denominan OPAs voluntarias, que podrán formularse sobre valores cotizados o no.

El modelo español anterior era el de la OPA obligatoria, de manera que si se quería adquirir un determinado volumen de acciones de una empresa cotizada, era obligatorio lanzar una OPA sobre la totalidad de las acciones, y había que hacerlo además con carácter previo a la superación de determinados umbrales (25%, 50%, etc.). Era un sistema caro (obligaba a un mayor desembolso por parte del ofertante y futuro adquirente) y que generaba una gran concentración de riesgo, ya que se obliga a comprar más participaciones de las que uno querría habitualmente.

Ligado al concepto de OPA está el de la prima de control. Cuando se quiere asumir el control de una compañía, es natural que se exija por cada acción un poco más de lo que esa acción vale en el mercado, ya que los beneficios derivados del control de la compañía son mayores que los derivados de la mera tenencia de participaciones no mayoritarias. Con el modelo de OPA obligatoria se consigue “repartir” esta prima de control entre todos los accionistas (ya que no se dirige la OPA al paquete mayoritario, sino al total del accionariado) y se garantiza el derecho de salida de los accionistas minoritarios (que no quedan obligados a permanecer como accionistas de la compañía cuando esta cambia de manos, si ese cambio no les satisface).

Las polémicas surgidas a lo largo año 2002, por la compra de ACS del 23,5% de Dragados; por Sacyr del 24,5% de Vallehermoso que poseía el Banco Santander y la adquisición por parte de la inmobiliaria Bami del 23,9% de Metrovacesa al BBVA, con primas del 58,7%, 31,5% y 60% respectivamente, plantearon la necesidad política de intervenir y modificar el RD 1197/91. En medio del proceso de esta reforma (a lo que es necesario añadir como ingredientes supletorios las recomendaciones sobre buen gobierno del “Informe Aldama”, la reforma de la propia Ley del Mercado de Valores, Ley de Sociedades Anónimas, y la Ley Financiera, OPAs “sonadas” como las protagonizadas por Gas Natural sobre Iberdrola, o el grupo italiano de Caltagirone y Marchini sobre Metrovacesa alimentaron aún más el debate, que culminó con la aprobación, en el año 2003, del Real Decreto 432/2003, de 11 de abril.

Finalmente, las reformas que se llevaron a cabo en el año 2007 (de forma simultánea en el tiempo con el “culebrón” de la OPA sobre Endesa, inicialmente lanzada por Gas Natural, contrarrestada por E.On, y culminada finalmente por Acciona y Enel) vienen a sustituir el modelo de OPA *a priori* e intencional por un modelo de OPA *a posteriori*, alterando igualmente –como veremos en el epígrafe siguiente- las características básicas del modelo de OPA obligatoria.

2. Obligatoriedad de las ofertas públicas de adquisición.

A) Introducción.

El art. 128.1 LMV, y el correspondiente desarrollo normativo del R.D. 432/2003, imponía la obligación de formular una oferta pública de adquisición de acciones a todo el que pretendía hacerse con el control –a través de la adquisición de una “participación significativa”- de una sociedad que cotizara en Bolsa. Es decir, impone la OPA obligatoria.

El nuevo régimen mantiene este modelo, pero introduce algunas modificaciones: contempla la posibilidad de lanzar OPAs parciales, establece un umbral único de control (en el 30%) y fija un precio determinado (*equitativo*).

Así, conforme al art. 3 del R.D. 1066/2007, quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:

- 1) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad;
- 2) Mediante pactos parasociales (se cualifica el concepto legal contenido en el art. 135 LMV) con otros titulares de valores; o
- 3) Como consecuencia de los supuestos de “tomas de control” indirectas o sobrevenidas.

B) Conceptos esenciales.

Los conceptos que el nuevo régimen legal maneja son los siguientes:

a) Participación de control (art. 4): se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando se dé uno de los siguientes supuestos: (i) cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 %; o bien, (ii) cuando haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

b) Precio equitativo (art. 9): las ofertas públicas de adquisición deberán efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta. A los efectos de la determinación de este precio equitativo se incluirá el importe íntegro de la contraprestación que en cada caso haya pagado o acordado pagar el oferente o las personas que actúen en concierto con él.

c) Tomas de control indirectas o sobrevenidas (art. 7): Se entiende que existe una toma de control indirecta o sobrevenida, en cuyo caso es obligatorio lanzar una OPA a precio equitativo, en los siguientes supuestos:

- Fusión o toma de control con participación, directa o indirecta, en una sociedad cotizada;
- Reducción de capital en sociedad cotizada;
- Suscripción o conversión de valores o instrumentos que den derecho a la adquisición de acciones de sociedad cotizada;
- Acrecimiento de participación por aumento de autocartera;
- Adquisición de participación en ejecución de contratos de aseguramiento de emisiones u Ofertas Públicas de Venta.

C) Finalidad del sistema.

La *finalidad* del sistema de OPAs consiste en asegurar el *principio de igualdad de trato del accionista* en una doble vertiente:

a) En la vertiente económica, el objetivo perseguido es la maximización y el reparto entre todos los accionistas de la llamada *prima de control* o sobreprecio respecto de la cotización bursátil que está dispuesto a pagar el que adquiere unas acciones si, gracias a dicha adquisición, adquiere también el *control de la compañía*.

b) En la vertiente política o administrativa, el fin que se busca es ofrecer una salida privilegiada al accionista minoritario que no se sienta cómodo o satisfecho con el nuevo grupo de control que accede a la sociedad.

Al obligarse al que quiere adquirir el control a realizar una oferta de compra dirigida a todos los accionistas de la sociedad que se pretende controlar se evita que el adquirente negocie con algunos accionistas significativos y abone a estos un precio más elevado a cambio de que le cedan el control de la sociedad, precio que no recibirán los accionistas dispersos simplemente porque el adquirente no estará interesado en sus acciones si, con las que ya ha comprado tiene el control de la compañía.

El efecto más perverso de las OPAs obligatorias es, naturalmente, que *encarecen la adquisición* para el oferente y, consiguientemente, reducen el número de OPAs que se realizan. Suponiendo que las operaciones de adquisición son eficientes, en el sentido de que, como en cualquier transacción voluntaria los activos pasan donde tienen menor valor (en manos de los actuales accionistas) a donde tienen mayor valor (en manos del oferente) y habiendo quedado demostrado empíricamente que las adquisiciones hostiles (contra la voluntad de los administradores de la sociedad adquirida) reducen los costes de agencia y “obligan” a los administradores a maximizar el valor de las empresas (mercado de control), se comprenderá que una medida como la imposición de OPAs obligatorias reduce la eficiencia del mercado de control societario y el valor de las empresas.

De hecho, las primeras opiniones sobre el nuevo régimen legal de los expertos en esta materia, como el prof. García de Enterría, precisamente señalan que “la desaparición de las OPAs parciales y la consiguiente obligación de formular una OPA por la totalidad del capital social a partir del 30% de los derechos de voto puede suponer –está por ver qué ocurre en la práctica de las operaciones corporativas- una contracción del mercado de OPAs en España, por el significativo coste operativo que tiene”.

D) Excepciones.

En el mismo R.D. que desarrolla el artículo 128 LMV se recogen en el artículo 5.4 (el relativo a cómo se calcula la participación de control) y el artículo 8, bajo la rúbrica “Supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control”, las *excepciones* a la regla general de obligatoriedad de OPA:

- 1) Redistribución de derechos de voto sin alterar la titularidad final;
- 2) Adquisiciones en supuestos excepcionales: (i) Fondos de Garantía de Depósitos e instituciones similares; (ii) expropiación forzosa; (iii) capitalización de créditos en operaciones de saneamiento;
- 2) Acuerdo unánime de venta o renuncia a OPA;
- 3) Adquisiciones gratuitas, siempre que no medien adquisiciones en un plazo 12 meses, ni concierto previo con el transmitente;
- 4) Convalidación de OPA voluntaria;
- 5) Fusión directa de sociedad cotizada, siempre que a juicio de la CNMV se acredite que (i) no se ejerce el voto a favor en la junta general de la sociedad afectada y (ii) el objetivo principal de la fusión no es la toma de control, sino una finalidad industrial o empresarial.

3. La OPA voluntaria.

Una de las grandes reformas operadas en la reciente reforma es la introducción en nuestro sistema (art. 13) de las “ofertas voluntarias”, que se configuran como OPAs a priori, y se contemplan igualmente como posibilidad de hacer una OPA parcial. En estos casos el precio es de libre determinación por el oferente, y cabe la posibilidad de someter su eficacia a las siguientes condiciones, siempre que su cumplimiento pueda verificarse al finalizar el plazo de aceptación:

- 1) Que exista un número mínimo de aceptaciones;
- 2) Aprobación de modificaciones estatutarias o adopción de acuerdos por la Junta;
- 3) Aprobación de la oferta por la Junta General de la sociedad oferente;
- 4) Cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la CNMV.

Convalidación: si en el curso de la formulación de una oferta voluntaria esta deviniera obligatoria, la oferta deberá cumplir con lo dispuesto en el Real Decreto para las ofertas obligatorias. La CNMV adaptará todos los plazos que le sean aplicables cuando ello sea necesario para que el oferente pueda cumplir con las obligaciones derivadas del carácter obligatorio de la oferta y para que se garantice la debida protección de los destinatarios de esta.

4. La OPA de exclusión.

Cuando se acuerda la exclusión de un valor de la negociación bursátil (o supuestos que tengan el mismo efecto, como el canje total o parcial de las acciones por valores no cotizados) el R.D. prevé (art. 10) la obligatoriedad de lanzar una OPA. Por su peculiaridad, esta OPA tiene que cumplir una serie de requisitos (aunque, también hay que decirlo, está sometida excepciones, contempladas en el artículo 11).

- 1) OPA sobre el 100% y contraprestación íntegramente en metálico;
- 2) La formulación de OPA tiene que hacerse por la sociedad emisora o tercero (con aprobación de la JGA);
- 3) Aprobación previa por Junta General de los acuerdos de exclusión, formulación de la OPA y precio;
- 4) Precio más alto que resulte de (i) precio equitativo o (ii) informe de valoración en base a los siguientes métodos:
 - VTC, valor liquidativo, cotización media ponderada del semestre anterior al anuncio de exclusión, precio de OPA previa dentro del último año; o,
 - otros métodos de valoración comúnmente aceptados (descuento de flujos de caja y múltiplos de compañías y transacciones comparables)

5. La OPA condicionada.

La OPA puede *formularse bajo condición*, por ejemplo, haciéndola depender de que las autoridades de competencia autoricen la concentración que la OPA provoca (art. 15 ss. LDC) o a que la sociedad objeto de la OPA elimine de sus estatutos las cláusulas de blindaje que estos contengan.

Ej. Los estatutos de la sociedad objeto de la OPA, aprovechando la previsión del art. 105.2 LSA establecen que ningún accionista podrá emitir más del 10 % de los votos en una Junta, de forma que, aunque tenga el 51 % de las acciones, sólo tendrá el 10 % de los votos. Consecuentemente, aunque el “opante” consiga que el 51 % de los accionistas de la sociedad objeto de la OPA le vendan sus acciones, no obtendría el control de la sociedad porque no obtendría la mayoría de los votos.

La cuestión no estaba regulada legalmente, pero el carácter de *oferta contractual* que tiene la OPA permitía dar una respuesta positiva: si son lícitas las ofertas contractuales condicionales en general y la OPA es una oferta contractual de carácter privado, en principio, ha de ser lícita una OPA condicional salvo que existan normas expresas de carácter legal que la prohíban y no existen normas específicas que prohíban el establecimiento de condiciones y, de hecho, el art. 60 LMV prevé expresamente la posibilidad de condicionar una OPA al remitir al reglamento su regulación. Así lo entendía la mejor doctrina (prof. JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA).

En contra de su admisibilidad se había dicho que, si la oferta se condiciona, no sería una oferta irrevocable como exige el Decreto de OPAs, pero este argumento confunde conceptos generales del Derecho civil: una oferta puede ser *irrevocable* (en el sentido de que el oferente no puede desistir unilateralmente) y *condicional* a la vez (en el sentido de que si se produce un hecho futuro e incierto y no dependiente de la voluntad del oferente, la oferta se entenderá retirada c., arts., 1113 y 1115 CC). Por otra parte, si las ofertas de fusión sí pueden ser condicionadas, se produciría una contradicción valorativa si las OPAs no pudieran serlo.

La cuestión quedó zanjada con la entrada en vigor del R.D. 432/2003, que permitió, al reformar el art. 21, someter la eficacia de la OPA a condiciones cuyo cumplimiento debe ser aprobado por los órganos sociales de la sociedad afectada y obliga a que en el folleto se informe sobre las condiciones de la oferta. El nuevo R.D. 1066/2007 contempla esta

posibilidad, pero sólo en lo relativo a las autoridades de defensa de la competencia (art. 26) en el caso de las OPAs obligatorias, y ampliando también la posibilidad de condicionar la OPA a la actuación de los órganos societarios en el caso de las voluntarias (art. 13.2). En el resto de los supuestos, las ofertas públicas de adquisición no pueden estar sometidas a condición alguna, conforme a su carácter de “irrevocabilidad” (art. 30.2).

6. Las compraventas forzosas (*squeeze-out*).

Otra de las grandes novedades que introdujo la nueva regulación de las OPAs es la figura de las compraventas forzosas. En efecto, conforme al art. 47 del R.D., quien hubiera formulado una oferta pública dirigida a la totalidad de los valores podrá, una vez liquidada la oferta, exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa a un precio equitativo. De igual forma, cualquiera de los titulares podrá exigir del oferente que le compre la totalidad de sus valores a dicho precio.

Condiciones de la compraventa forzosa:

- a) Que el oferente sea titular de valores que representen al menos el 90 % del capital con derecho de voto de la sociedad afectada.
- b) Que la oferta pública previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90 % de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.

7. Procedimiento.

El *procedimiento* se inicia con la *comunicación* a la CNMV de la decisión de presentar la OPA e inmediata *publicación*. La CNMV debe autorizar la OPA pero sólo puede denegarla por razones de legalidad, no de oportunidad.

El anuncio de las OPAS voluntarias debe hacerse tan pronto como se haya adoptado la decisión de formular la OPA y siempre que se haya asegurado la capacidad para hacer frente a contraprestación (art. 16.1), mientras que el de las OPAS obligatorias cuando concurra el supuesto que determina la obligatoriedad de OPA, indicando en el anuncio la intención de solicitar dispensa, reducir participación o formular OPA (art. 16.2).

Una vez acordada la presentación de la oferta, el oferente debe redactar un *folleto* sobre las condiciones de la oferta que, deberá ser entregado a la CNMV antes de su publicación. El folleto (profusamente regulado en los arts. 18 y 19 del R.D.) tiene por objeto ofrecer la información necesaria para que los destinatarios de la oferta puedan hacerse un juicio fundamentado sobre la misma. Especial interés tienen las menciones relativas a las intenciones del oferente respecto a la sociedad. El oferente debe declarar si la financiación de la OPA va a tener consecuencias negativas sobre el patrimonio de la sociedad. Con tal requisito se pretende que el oferente precise si dispone de medios suficientes para adquirir la sociedad objeto de la OPA o si debe recurrir a una financiación externa y si el reembolso de esta deuda afecta a la sociedad (*leveraged buy out*).

Una de las novedades que introdujo el R.D. 432/2003 fue la modificación de los artículos 15, 16 y 22 del R.D. 1197/91, lo que permitió –a partir de entonces- acreditar el aval necesario en este tipo de operaciones hasta dos días después de la presentación de la OPA. De

esta forma, se mitigan los riesgos de fuga de información privilegiada que supone la negociación de los avales con las entidades bancarias.

La CNMV dispone de 20 días hábiles siguientes a la fecha en que se hubiera completado la documentación e información (art. 21) para autorizar la OPA, que debe ser anunciada en los 5 días hábiles siguientes (art. 22).

Una vez publicada, la oferta deviene *irrevocable*, no puede ser retirada ni declarada nula más que en casos excepcionales: (porque haya una opa competidora, porque sea declarada como contraria a la libre competencia, o que la oferta consista en un canje de acciones y la junta general de la sociedad oferente no conceda su autorización para emitir nuevos títulos, o cuando los títulos no sean admitidos a cotización o incumplimiento).

El nuevo R.D. también ha introducido sustanciales reformas en cuanto al régimen de las ofertas competidoras, marcando como plazo límite de presentación de OPAS competidoras el quinto día natural anterior a la finalización del plazo de aceptación, incluidas prórrogas o ampliaciones (art. 42.1). Se establece igualmente la exigencia de que la mejora no alcance al establecimiento de condiciones de aceptación mínima superiores a las de las OPAS precedentes (art. 42.2), y el derecho del primer oferente a percibir comisión de la sociedad afectada en caso de OPA competidora (*break-out fee*). Finalmente, se contempla la posibilidad –en los casos de que existan ofertas competidoras– de dar órdenes de aceptación múltiples con indicación de orden de preferencia (art. 34.4 y 43).

La oferta debe permanecer abierta a la *aceptación* de sus destinatarios por un plazo de entre 15 y 70 días naturales (art. 23). La aceptación (art. 34) puede ser revocada cuando se modifican sus condiciones o se presentan ofertas competidoras.

8. Las medidas defensivas.

En el caso de que se presente una OPA “hostil”, el conflicto entre administradores y accionistas se exagera. Los administradores saben que si la OPA triunfa serán separados de sus cargos por lo que tienen todos los incentivos para tratar de que la sociedad destinataria de la OPA adopte medidas defensivas. Para reducir este conflicto, la regulación reglamentaria de la OPA les obliga a *anteponer los intereses sociales a los propios* lo que únicamente tiene el efecto de que los administradores presentarán las medidas defensivas como medidas en interés de los accionistas y no en interés propio pero justificará la eventual petición de responsabilidad y un deber de pasividad que les impide tomar medidas que puedan perturbar el desarrollo de la OPA (art. 28 R.D. 1066/2007).

En concreto, y con la nueva regulación, los administradores deben obtener el permiso de la Junta General antes de (art. 28.1): promover operaciones sobre los valores cuando puedan impedir el éxito de la OPA; enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales; repartir dividendos extraordinarios o remunerar fuera de la política habitual a los accionistas de la sociedad afectada, salvo acuerdos aprobados y públicos con carácter previo; aprobar o confirmar decisiones adoptadas con anterioridad y pendientes de ejecución que no se inscriban en el curso ordinario y puedan impedir el éxito de la OPA.

Se exceptúa la búsqueda de ofertas competidoras y las acciones encaminadas a mantener el principio de igualdad informativa entre todos los oferentes. Así mismo, y por primera vez en nuestro ordenamiento, se introduce un principio de reciprocidad, en virtud del cual las sociedades podrán no aplicar lo dispuesto anteriormente cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad que no tenga su domicilio social en España y que no esté sujeta a tales normas o equivalentes, incluidas las referidas a las reglas necesarias para la adopción de decisiones por la junta general, o bien, por una entidad controlada por aquella, directa o indirectamente.

Otra importante novedad introducida por el R.D. 1066/2007 es la relativa a las llamadas medidas de neutralización (art. 29) frente a aquellas medidas defensivas adoptadas por la sociedad objeto de oferta, conocidas vulgarmente como los *blindajes* societarios, y que consisten, por ejemplo en restricciones de voto en Estatutos Sociales o en restricciones de transmisibilidad y voto en pactos parasociales. Como vimos el curso pasado, este tipo de medidas defensivas no están consideradas como buenas prácticas de gobierno corporativo, de hecho la Recomendación 1ª del Código Unificado de 2006 (*Código Conthe*) propugna su supresión, aunque admite excepciones.

Conforme al nuevo art. 60 *ter* LMV, cabe aplicar las siguientes medidas de neutralización:

- 1) Ineficacia durante el plazo de aceptación de restricciones a la libre transmisibilidad previstas en pactos parasociales.
- 2) Ineficacia de limitaciones del voto (estatutarias y parasociales) en la Junta que decida sobre actuaciones defensivas.
- 3) Ineficacia de las restricciones (estatutarias y parasociales) al derecho de voto y a la transmisibilidad en caso de que el oferente alcance el 75% del capital con derecho a voto.

Las medidas defensivas frente a una OPA que puede adoptar la sociedad destinataria son muy variadas. Las más sofisticadas se conocen como “*píldoras venenosas*” que pretenden provocar una “*indigestión letal*” en la empresa absorbente ya que, “en el caso de que su ataque se viese coronado por el éxito, sus acciones serían fuertemente diluidas (es decir, disminuirían notablemente de valor como consecuencia de la medida). Para lograrlo la presunta víctima emite gratuitamente derechos o títulos a sus accionistas... ejercitables sólo en caso de recibir una oferta de adquisición”. Un ejemplo de píldora venenosa sería aquel en el que la sociedad objeto de la OPA acuerda distribuir entre los accionistas un dividendo extraordinario, dividendo que, sin embargo, sólo se repartirá si triunfa la OPA. De esta forma, el nuevo accionista de control se encuentra con una “*sangría*” de fondos de la sociedad que van a parar a los accionistas.

Otra píldora venenosa consiste en incluir una cláusula en los estatutos que obligue a cualquiera que alcance más del 25 % de las acciones de la sociedad a lanzar una OPA sobre el cien por cien y por un precio mínimo superior al precio de cotización. Otras medidas anti-OPA consisten en el establecimiento de una *limitación al derecho de voto*; en la imposición de *requisitos de antigüedad* como administrador para ser presidente del Consejo de Administración o como accionista para ser miembro del Consejo de Administración; en la emisión de *acciones sin voto*. Otras, habituales en otros países, están prohibidas por la legislación o la jurisprudencia. Así, por ejemplo, la cláusula estatutaria que prevé que los administradores sólo puedan ser destituidos cuando se pruebe *justo*

motivo o las que limitan los derechos de los accionistas a exigir responsabilidad a los administradores.

En Derecho español, la prohibición de adoptar medidas anti OPA una vez anunciada la oferta no se dirige contra la Junta General de accionistas. Consecuentemente, la junta puede adoptar legalmente medidas anti-opa. Se discute si la propia decisión de convocar la junta general a fin de someter a su consideración la aprobación de una medida anti-OPA entraña ya una infracción del deber de pasividad que se impone a los administradores.

La cuestión tiene sentido porque el tenor literal del citado art. 28 es muy amplio y extiende la prohibición a “*emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta*”. Pero la pregunta debe contestarse negativamente porque carecería de sentido permitir la adopción de medidas defensivas por parte de la junta general y, al mismo tiempo, privar a los administradores de la facultad de convocarla. De hecho, tal actuación se permite en la *rule 21 del City Code on Takeovers and Mergers* británico y el art. 8.2 de la Directiva comunitaria sobre OPAs.

Pero la introducción en los estatutos de una sociedad cotizada de medidas anti-OPA no se produce, normalmente, cuando ya está en marcha una OPA. Más bien se adoptan preventivamente. Los administradores de las sociedades que pueden ser objeto de una OPA por parte de un tercero sin su consentimiento (el de los administradores) o los accionistas que promueven la salida a bolsa de una sociedad tratan de conservar el control introduciendo cambios en los estatutos sociales que impidan o hagan muy costoso para el tercero adquirir el control de la sociedad. Es obvio que esto sólo ocurre en las sociedades cotizadas *abiertas* ya que en las sociedades que no cotizan o en las que aun cotizando están controladas por un socio mayoritario, las OPAs hostiles no existen salvo que los socios de control prevean vender parte de sus acciones o prevean la realización de aumentos de capital que diluyan su participación en la sociedad.

Existen estudios empíricos suficientes que demuestran que *la introducción de medidas anti OPA en los estatutos sociales perjudica a los accionistas porque eleva los costes de agencia*, es decir, los costes de la divergencia de intereses entre administradores y accionistas o entre accionistas (minoritarios pero) de control y accionistas dispersos. Así, la introducción de medidas anti OPA en los estatutos va seguida, normalmente, de una elevación de la remuneración de los administradores, de una reducción de la deuda de la sociedad y suelen oponerse a ellas los inversores institucionales, es decir, los accionistas que poseen paquetes accionariales suficientemente grandes como para tener incentivos para informarse acerca de lo que es bueno o malo para la sociedad.

En general, las cláusulas anti-OPA pueden ser una forma de proporcionar al equipo gerencial la garantía de que pueden gestionar pensando en el largo plazo porque no serán descabalgados de la administración por una OPA hostil. En definitiva, esto significa que *las cláusulas anti-OPA pueden ser beneficiosas algunas veces y para algunas compañías*.