EL SECTOR ELÉCTRICO COMO CAMPO DE PRUEBAS DE LA LEGISLACIÓN EN MATERIA DE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN: 1990-2007

Tesis Doctoral

Presentada por

Prof. Dr. D. Fernando Manrique López
Director

D. Enrique Soldevila Manrique
Doctorando

***Deusto-Bilbao*, agosto de 2013**

AGRADECIMIENTOS

A todas las personas que han colaborado en la elaboración de esta tesis doctoral,

a Fernando Manrique, el más veterano jurista de la familia, y al "joven" licenciado José Antonio Manrique, por su ayuda y consejos,

a José Luis Rodríguez, José Ramón López Valcarce y Joaquín Ochoa, por sus valiosa ayuda,

a toda mi familia, a la que realmente debo mi formación y estudios,

y, muy especialmente a María, Mafalda y Jaime por todo el tiempo que este esfuerzo les ha robado.

"*ius non ha regula sumatur, sed ex iure, quod est, regula fiat*"
(Digesto, 50,17,1)

El sector eléctrico como campo de pruebas de la legislación sobre OPAs: 1990-2007

ÍNDICE

ABREVIATURAS **10**

INTRODUCCIÓN **14**

I.- Objeto **14**

II.- Justificación **15**

III.- Metodología **18**

i.- Método de trabajo ***18***

ii.- Método de investigación ***19***

IV.- Fuentes **20**

V.- Estructura **21**

Capítulo 1.- El sector eléctrico español **24**

1.1.- Qué es el sector eléctrico **25**

1.2.- Liberalización vs. regulación **28**

1.2.1.- Del monopolio natural a la liberalización del sector ***28***

1.2.2.- Internacionalización del sector eléctrico ***34***

1.2.3.- Análisis crítico del proceso de liberalización ***36***

1.3.- Evolución del sector: 1990-2008 ..... **42**

1.3.1.- Evolución del sector en España hasta la década de los noventa ***42***

1.3.1.1.- De 1900 a 1936 ..... *43*

1.3.1.2.- Guerra Civil y posguerra *44*

1.3.1.3.- La década de los cincuenta *46*

1.3.1.4.- La década de los sesenta *47*

1.3.1.5.- La década de los setenta *49*

1.3.1.6.- La década de los ochenta *51*

1.3.2.- Desde 1990 hasta nuestros días: punto de partida ***56***

1.3.3.- El Plan Energético Nacional 1991 y la Ley de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional ***58***

1.3.4.- La Ley del Sector Eléctrico ***59***

1.3.5.- Principales problemas del sector eléctrico: El Libro Blanco ***61***

1.3.6.- Movimientos corporativos: 1990-2007 ..... ***66***

1.3.6.1.- La creación del grupo Endesa 70
1.3.6.2.- La batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico: 2000-2006 84
1.3.6.3.- La batalla por el control de Endesa: 2005-2008 90
1.3.7.- El dilema del doble ritmo en la liberalización 101
1.3.8.- Principales críticas al proceso de liberalización en España 105
1.4.- Intervencionismo en el sector eléctrico 113
1.4.1.- Golden shares 115
1.4.2.- La «Ley Rato» y su diferente aplicación 119
1.4.3.- La Función Decimocuarta de la CNE 123

Capítulo 2.- La oferta pública de adquisición 127
2.1.- Definición 130
2.1.1.- El concepto de control. La prima de control 137
2.1.2.- La OPA como método de compra de acciones 146
2.2.- Historia: Estados Unidos e Inglaterra 151
2.3.- Clases de OPA 155
2.3.1.- OPA con finalidad de control - OPA con finalidad de reforzar el control – OPA con finalidad de adquirir un paquete de acciones 156
2.3.2.- OPA con contrapartida en dinero – OPA con contrapartida en títulos 157
2.3.3.- OPA hostil - OPA amistosa 158
2.3.4.- OPA obligatoria - OPA voluntaria 160
2.3.5.- OPAS con finalidades específicas: OPA de exclusión 161
2.3.6.- OPAS con finalidades específicas: OPA por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias 165
2.4. La OPA en el sistema normativo de la Unión Europea 167
2.4.1.- Antecedentes 168
2.4.1.1.- Primera Propuesta de Directiva 170
2.4.1.2.- Segunda Propuesta de Directiva 171
2.4.1.3.- Tercera Propuesta de Directiva 174
2.4.2.- La Directiva europea 179
2.4.2.1.- Directiva de mínimos 179
2.4.2.2.- OPA obligatoria y total. Precio equitativo 183
2.4.2.3.- Passivity o neutrality rule 185
2.4.2.4.- Full-disclosure rule 187
2.4.2.5.- Neutralización o break-through 188
2.4.2.6.- Squeeze-out y selling righ 190

2.4.2.7.- Reciprocidad 191
2.4.2.8.- Informe de la Comisión Europea sobre la aplicación de la Directiva 2004/25/CE 192
2.5.- La OPA en el sistema normativo español 194
2.5.1.- La regulación anterior a la Ley del Mercado de Valores y al Real Decreto 1197/1991 194
2.5.2.- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores 199
2.5.3- Principales reformas al Real Decreto 1197/1991 205
2.5.3.1.- Reforma de marzo de 1994 205
2.5.3.2.- Reforma de diciembre de 1998 207
2.5.3.3.- Reforma de octubre de 1999 208
2.5.3.4.- Reforma de diciembre de 2001 212
2.5.3.5.- Reformas indirectas 221
2.5.3.6.- Reforma de abril de 2003 223
2.5.4.- La reforma de la Ley del Mercado de Valores en 2007 y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores 243
2.5.4.1.- OPA obligatoria, total y a posteriori 273
2.5.4.2.- Precio equitativo 276
2.5.4.3.- Supuestos excluidos 282
2.5.4.4.- Defensas frente a las OPAs. Deber de abstención y medidas de neutralización 285
2.5.4.5.- Sell-out y squeeze-out o compraventas forzosas 303
2.5.4.6.- El folleto 304
2.5.4.7.- OPAs competidoras 307
2.5.4.8.- OPAs voluntarias 316
Capítulo 3.- La OPAs en el sector eléctrico español 325
3.1.- Las OPAs en el sector eléctrico: importancia relativa 327
3.2.- Las OPAS en el sector eléctrico: análisis 332
3.2.1.- OPA 1: Endesa sobre Electra de Viesgo 335
3.2.1.1.- Antecedentes 335
3.2.1.2.- Fechas relevantes 336
3.2.1.3.- Elementos de la OPA 336
3.2.1.4.- Resultado de la OPA 336

3.2.1.5.- Principales elementos jurídicos identificados.....337
3.2.2.- OPA 2: Iberduero sobre Hidroeléctrica Española 337
3.2.2.1.- Antecedentes.....337
3.2.2.2.- Fechas relevantes.....339
3.2.1.3.- Elementos de la OPA 339
3.2.2.4.- Resultado de la OPA.....340
3.2.2.5.- Principales elementos jurídicos identificados.....340
3.2.3.- OPA 3: Endesa sobre Sevillana de Electricidad.....341
3.2.3.1.- Antecedentes.....341
3.2.3.2.- Fechas relevantes.....342
3.2.3.3.- Elementos de la OPA 343
3.2.3.4.- Resultado de la OPA.....343
3.2.3.5.- Principales elementos jurídicos identificados.....344
3.2.4.- OPA 4: Endesa sobre FECSA.....345
3.2.4.1.- Antecedentes.....345
3.2.4.2.- Fechas relevantes.....346
3.2.4.3.- Elementos de la OPA 346
3.2.4.4.- Resultado de la OPA.....347
3.2.4.5.- Principales elementos jurídicos identificados.....347
3.2.5.- OPA 5: Endesa/Unión Eléctrica Fenosa sobre Saltos del Nansa.....348
3.2.5.1.- Antecedentes.....348
3.2.5.2.- Fechas relevantes.....348
3.2.5.3.- Elementos de la OPA 349
3.2.5.4.- Resultado de la OPA.....349
3.2.5.5.- Principales elementos jurídicos identificados.....349
3.2.6.- OPA 6: Electra de Viesgo sobre Saltos del Nansa.....350
3.2.6.1.- Antecedentes.....350
3.2.6.2.- Fechas relevantes.....351
3.2.6.3.- Elementos de la OPA 351
3.2.6.4.- Resultado de la OPA.....352
3.2.7.- OPA 7: Endesa sobre Sevillana de Electricidad.....352
3.2.7.1.- Antecedentes.....352
3.2.7.2.- Fechas relevantes.....353
3.2.7.3.- Elementos de la OPA 353
3.2.7.4.- Resultado de la OPA.....354
3.2.7.5.- Principales elementos jurídicos identificados.....354

3.2.8.- OPA 8: Endesa sobre FECSA ***355***
3.2.8.1.- Antecedentes *355*
3.2.8.2.- Fechas relevantes *356*
3.2.8.3.- Elementos de la OPA *356*
3.2.8.4.- Resultado de la OPA *357*
3.2.9.- OPA 9: **Texas Utilities** ***sobre Hidroeléctrica del Cantábrico*** ***357***
3.2.9.1.- Antecedentes *357*
3.2.9.2.- Fechas relevantes *358*
3.2.9.3.- Elementos de la OPA *358*
3.2.9.4.- Resultado de la OPA *359*
3.2.9.5.- Principales elementos jurídicos identificados *359*
3.2.10.- OPA 10: Unión Eléctrica Fenosa sobre Hidroeléctrica del Cantábrico ***361***
3.2.10.1.- Antecedentes *361*
3.2.10.2.- Fechas relevantes *361*
3.2.10.3.- Elementos de la OPA *361*
3.2.10.4.- Resultado de la OPA *362*
3.2.10.5.- Principales elementos jurídicos identificados *362*
3.2.11.- OPA 11: Ferroatlántica sobre Hidroeléctrica del Cantábrico ***366***
3.2.11.1.- Antecedentes *366*
3.2.11.2.- Fechas relevantes *367*
3.2.11.3.- Elementos de la OPA *368*
3.2.11.4.- Resultado de la OPA *368*
3.2.11.5.- Principales elementos jurídicos identificados *369*
3.2.12.- OPA 12: Adygesinval sobre Hidroeléctrica del Cantábrico (oferta competidora) ***376***
3.2.12.1.- Antecedentes *376*
3.2.12.2.- Fechas relevantes *377*
3.2.12.3.- Elementos de la OPA *377*
3.2.12.4.- Resultado de la OPA *377*
3.2.12.5.- Principales elementos jurídicos identificados *378*
3.2.13.- OPA 13: RWE sobre Hidroeléctrica del Cantábrico (oferta competidora) ***380***
3.2.13.1.- Antecedentes *380*
3.2.13.2.- Fechas relevantes *382*
3.2.13.3.- Elementos de la OPA *382*
3.2.13.4.- Resultado de la OPA *382*
3.2.13.5.- Principales elementos jurídicos identificados *383*

3.2.14.- OPA 14: Ferroatlántica sobre Hidroeléctrica del Cantábrico (oferta inicial mejorada) ***384***
3.2.14.1.- Antecedentes *384*
3.2.14.2.- Fechas relevantes *385*
3.2.14.3.- Elementos de la OPA *385*
3.2.14.4.- Resultado de la OPA *385*
3.2.14.5.- Principales elementos jurídicos identificados *386*
3.2.15.- OPA 15: Hidroeléctrica del Cantábrico sobre Hidroeléctrica del Cantábrico (oferta de exclusión) ***389***
3.2.15.1.- Antecedentes *389*
3.2.15.2.- Fechas relevantes *390*
3.2.15.3.- Elementos de la OPA *390*
3.2.15.4.- Resultado de la OPA *391*
3.2.15.5.- Principales elementos jurídicos identificados *391*
3.2.16.- OPA 16: Gas Natural sobre Iberdrola ***392***
3.2.16.1.- Antecedentes *392*
3.2.16.2.- Fechas relevantes *392*
3.2.16.3.- Elementos de la OPA *393*
3.2.16.4.- Resultado de la OPA *393*
3.2.16.5.- Principales elementos jurídicos identificados *394*
3.2.17.- OPA 17: ACS sobre Unión Eléctrica Fenosa ***396***
3.2.17.1.- Antecedentes *396*
3.2.17.2.- Fechas relevantes *397*
3.2.17.3.- Elementos de la OPA *397*
3.2.17.4.- Resultado de la OPA *398*
3.2.17.5.- Principales elementos jurídicos identificados *398*
3.2.18.- OPA 18: Gas Natural sobre Endesa ***399***
3.2.18.1.- Antecedentes *399*
3.2.18.2.- Fechas relevantes *400*
3.2.18.3.- Elementos de la OPA *400*
3.2.18.4.- Resultado de la OPA *400*
3.2.18.5.- Principales elementos jurídicos identificados *401*
3.2.19.- OPA 19: E.ON sobre Endesa ***410***
3.2.19.1.- Antecedentes *410*
3.2.19.2.- Fechas relevantes *410*
3.2.19.3.- Elementos de la OPA *411*

3.2.19.4.- Resultado de la OPA 411
3.2.19.5.- Principales elementos jurídicos identificados 411
3.2.20.- OPA 20: E.ON sobre Endesa (oferta mejorada) 416
3.2.20.1.- Antecedentes 416
3.2.20.2.- Fechas relevantes 417
3.2.20.3.- Elementos de la OPA 417
3.2.20.4.- Resultado de la OPA 417
3.2.20.5.- Principales elementos jurídicos identificados 418
3.2.21.- OPA 21: E.ON sobre Endesa (oferta mejorada) 419
3.2.21.1.- Antecedentes 419
3.2.21.2.- Fechas relevantes 421
3.2.21.3.- Elementos de la OPA 421
3.2.21.4.- Resultado de la OPA 421
3.2.21.5.- Principales elementos jurídicos identificados 421
3.2.22.- OPA 22: ENEL/Acciona sobre Endesa 424
3.2.22.1.- Antecedentes 424
3.2.22.2.- Fechas relevantes 425
3.2.22.3.- Elementos de la OPA 425
3.2.22.4.- Resultado de la OPA 426
3.2.22.5.- Principales elementos jurídicos identificados 426
3.3.- Influencia de lo acontecido en el sector eléctrico en la normativa posterior 430
CONCLUSIONES 439
BIBLIOGRAFÍA 447
ANEXOS 487
A.1.- Análisis comparativo del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. (Vigente hasta el 13 de agosto de 2007) 488
A.2.- Análisis comparativo del contenido del folleto en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. (Vigente hasta el 13 de agosto de 2007) 586

ABREVIATURAS

ACS	Actividades de Construcción y Servicios
ASELECTRICA	Asociación de Empresas para la Explotación del Sistema Eléctrico
Banesto	Banco Español de Crédito
BBV	Banco de Bilbao Vizkaya
BBVA	Banco de Bilbao Vizkaya Argentaria
BOE	Boletín Oficial del Estado
BORME	Boletín Oficial del Registro Mercantil
Cajastur	Caja de Ahorros de Asturias
CASER	Caja de Seguros Reunidos, Compañía de Seguros y Reaseguros
CECOEL	Centro de Control Eléctrico
CEGB	*Central Electricity Generating Board*
CNE	Comisión Nacional de la Energía
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CNSE	Comisión Nacional del Sistema Eléctrico
CSEN	Comisión del Sistema Eléctrico Nacional
CTCs	Costes de Transición a la Competencia
Directiva 2004/25/CE	Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas
DOUE	Diario Oficial de la Unión Europea
EDF	*Electricité de France*
EDP	*Energías de Portugal (*previamente *Electricidade de Portugal)*
EnBW	*Energie Baden-Wurttemberg*
Encaso	Empresa Nacional Calvo Sotelo
Encasur	Empresa Carbonífera del Sur
Endesa	Empresa Nacional de Electricidad
ENEL	*Ente Nazionale per l'Energia Elettrica*
Enher	Empresa Nacional Hidroeléctrica del Ribagorzana
FECSA	Fuerzas Eléctricas de Cataluña
FENOSA	Fuerzas Eléctricas del Noroeste

GESA	Compañía de Gas y Electricidad
HC (o Hidrocantábrico)	Hidroeléctrica del Cantábrico
Hidrola	Hidroeléctrica Española
Hidruña	Hidroeléctrica de Cataluña
IIT	Instituto de Investigación Tecnológica
INI	Instituto Nacional de Industria
kWh	Kilovatio hora
Ley Rato	Disposición Adicional Vigésima Séptima de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social
Libro Blanco	Libro Blanco sobre la reforma del marco regulatorio de la generación eléctrica en España
Ley del Mercado de Valores	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
LOSEN	Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de ordenación del Sistema Eléctrico Nacional
Ley de Sociedades Anónimas	Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas
Ley de Sociedades de Capital	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
Ley del Sector Eléctrico (o LSE)	Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico
MIT	*Massachussets Institute of Technology*
MIBEL	Mercado Ibérico de Electricidad
MLE	Marco Legal y Estable
MW	Megavatio
OPA	Oferta Pública de Adquisición
OPV	Oferta Pública de Venta
p.	Página
PEN	Plan Energético Nacional
RD	Real Decreto
Real Decreto 1848/1980	Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios
Real Decreto 279/1984	Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, por el que se deroga el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, y se establece una nueva regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios

Real Decreto 1197/1991	Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores
Real Decreto 1066/2007	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores
RECA	Repartidor Central de Cargas
REE	Red Eléctrica de España
RWE	*RWE (*previamente *Rheinisch-Westfälisches Elektrizitätswerk)*
SEPI	Sociedad Estatal de Participaciones Industriales
TDC	Tribunal de Defensa de la Competencia
TTU	Tarifas Tope Unificadas
TXU	*Texas Utilities*
EU	Unión Europea
UF	Unión Fenosa (previamente Unión Eléctrica Fenosa)
Unelco	*Union Electric Company*
UNESA	Unidad Eléctrica

INTRODUCCIÓN

I.- Objeto

El objeto fundamental de esta tesis doctoral es mostrar la influencia que un sector tan crítico como el eléctrico ha tenido en la evolución de la regulación sobre ofertas públicas de adquisición ("OPAs") en España en el periodo 1990-2007. Siendo evidente en cualquier caso que en la génesis de la regulación actual de dicha materia la influencia principal se encuentra en la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición[1], la casuística ha condicionado en gran medida muchas de las soluciones en esta materia adoptadas por el legislador.

El sector eléctrico ha sido en muchos casos pionero en poner a prueba la coherencia del marco regulatorio sobre las OPAs, siendo el campo de pruebas de estrategias a la hora de plantear la batalla por el control de empresas que han llevado a modificaciones posteriores de la propia regulación. Es numerosa la doctrina que ha destacado la influencia de determinados casos concretos relacionados con el sector eléctrico ha tenido en aspectos como, por ejemplo, las OPAs condicionadas u OPAs competidoras. El objetivo de este trabajo de investigación es analizar con mayor detalle en qué casos y cómo el devenir de las ofertas planteadas para adquirir empresas del sector ha condicionado no sólo la interpretación de la norma sino también posteriores reformas regulatorias. Como objetivo adicional cabe también señalar la revisión, si bien de forma más limitada, de hasta qué punto la legislación sobre OPAs[2] ha sido interpretada y modificada

[1] DOUE nº 142, de 30 de abril de 2004.

[2] Y junto a la regulación sobre OPAs es importante también analizar, si quiera someramente, regulación paralela como la referente a las acciones de oro o "*golden shares*"; el Real Decreto-ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía; o la denominada «Ley Rato», dirigida a impedir la renacionalización de empresas privatizadas mediante la compra de las mismas por empresas extranjeras todavía controladas por sus respectivos gobiernos.

con base en el objetivo más o menos explícito de los diferentes gobiernos del país de mantener unas empresas energéticas nacionales sólidas, capaces de acometer fuertes inversiones, tanto en España como en Iberoamérica, y evitando el que fuesen compradas por los grandes operadores internacionales. El sector eléctrico es estratégico debido a su influencia en prácticamente cualquier actividad económica y por ello la tentación intervencionista ha sido realmente grande si bien, tal y como se verá, dicho intervencionismo ha sido más evidente en normativa de corte sectorial que en el caso de la propia normativa sobre la figura jurídica de la oferta pública de adquisición.

II.- Justificación

La elección del tema ha venido influenciada por diferentes motivos. En primer lugar habría que destacar el cambio radical de modelo regulatorio en materia de OPAs en España en el año 2007. La reforma de la Ley del Mercado de Valores[3] y la publicación del Real Decreto ("RD") 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores[4], obligada en gran medida por la necesidad de transponer al Derecho español la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, implicó un cambio desde el modelo de OPA obligatoria parcial y *a priori*, tradicional en nuestro marco jurídico desde los años ochenta, hacia un modelo de OPA obligatoria total y *a posteriori*, influencia del modelo inglés adoptado por la Unión Europea ("UE"). Dicho cambio, sin embargo, vino acompañado de otras reformas en materia de OPAs cuyo origen estuvo claramente relacionado con un episodio crítico en la economía española como fue la batalla por el control de la principal compañía eléctrica del país, Endesa[5]. Si a ello se une la relevancia que la batalla por el control de

[3] Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. (BOE nº 181, de 29 de julio de 1988).

[4] BOE nº 180, de 28 de julio de 2007.

[5] Si bien su nombre originario era Empresa Nacional de Electricidad, acabó sustituyéndolo por las propias siglas, siendo en la actualidad Endesa, S.A.

Hidroeléctrica del Cantábrico tuvo en la importante reforma en materia de OPAs aprobada en el año 2003, las relaciones entre la evolución en España de dicha figura jurídica y el sector eléctrico parecen ser un tema con un peso propio suficiente como para merecer un análisis detallado.

La doctrina ha venido señalando, con motivo de cada reforma de la normativa española sobre OPAs, los casos concretos que han tenido influencia sobre las mismas[6]. A pesar de ello, un estudio más amplio, tratando de poner en contexto todas las reformas en la materia desde inicios de los años noventa y la influencia que en ello ha tenido el proceso de concentración del sector eléctrico, resulta de interés para la mejor comprensión de la propia figura jurídica en España; de su génesis y de su posible evolución futura.

El sector eléctrico es estratégico para cualquier economía y, en general, los gobiernos de la mayoría de países de nuestro entorno, a pesar de procesos más o menos ambiciosos de privatización y liberalización, han mantenido su influencia sobre las principales empresas energéticas, ya sea con participaciones directas importantes, caso de *Ente Nazionale per l'Energia Elettrica* ("ENEL") en Italia o de *Electricité de France* ("EDF") en Francia, ya con medidas tendentes a mantener control sobre empresas de mayoría privada ("*golden shares*", como las establecidas en su día en España en los casos, por ejemplo, de Endesa, Repsol o Telefónica). Es posible además ver muestras de claro intervencionismo como en España con el caso Endesa, con regulación *ad-hoc* para poner obstáculos a las pretensiones de un potencial comprador –Real Decreto-ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía[7], que fue posteriormente considerado como contrario al Derecho

[6] Un primer análisis sistemático, si bien de forma somera y limitado al periodo anterior al año 2004 puede verse en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2006). "Cambios de control y obligación de OPA". En RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "*Derecho de sociedades anónimas cotizadas*" (Vol. 2, pp. 1343-1380). Madrid: Aranzadi. O, con anterioridad, en ZURITA, J. (2002). "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores". En VARIOS, "Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)" (Vol. III, pp. 3031-3092). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

[7] BOE nº 50, de 28 de febrero de 2006.

Comunitario[8]–; o mediante presiones sobre el regulador independiente del mercado, la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV"), como afirmaba su propio presidente D. Manuel Conthe ante la Comisión de Economía del Congreso de los Diputados[9].

En el periodo estudiado, el sector experimentó un importante proceso de concentración, pasando de catorce empresas en 1990[10] a sólo cinco en el año 2009, algunas de las cuales controladas por grandes grupos extranjeros que a inicios de los años noventa eran completamente ajenos al mercado español. Las principales empresas resultantes tras dicho proceso eran Endesa, controlada por ENEL; Electra de Viesgo, controlada por E.ON; Hidroeléctrica del Cantábrico, controlada por el grupo portugués *Energías de Portugal* ("EDP"); Iberdrola; y Gas Natural, tras comprar Unión Fenosa ("UF"). Y debido además a la elevada presencia del sector en la Bolsa, dicho proceso de concentración se articuló en gran medida a través de diferentes OPAs. El mercado español fue testigo de diecisiete OPAs relacionadas con el sector eléctrico en el periodo 1990-2007, a lo que habría que añadir dos operaciones que fueron retiradas antes de ser aprobadas por la CNMV.

[8] «Desde 2006, las adquisiciones de ciertas participaciones en las empresas que realizan determinadas actividades reguladas del sector de la energía, así como las adquisiciones de los activos precisos para desarrollar tales actividades deben someterse a la autorización previa de la CNE para ser válidas. En particular, España aplicó este régimen de autorización previa en el marco de la oferta pública de adquisición (OPA) que la sociedad E.ON lanzó sobre la sociedad española Endesa, así como en el caso de la OPA de Acciona y ENEL sobre Endesa […]. En primer lugar, el Tribunal de Justicia considera que el nuevo régimen español de autorización previa restringe ambas libertades fundamentales. Por un lado, dicho régimen constituye una restricción a la libre circulación de capitales en la medida en que puede disuadir a los inversores establecidos en los Estados miembros distintos de España de adquirir participaciones en las empresas españolas que operan en el sector energético y, por tanto, puede impedir o limitar la adquisición de participaciones en dichas empresas. Por otro lado, dicho régimen entraña una restricción a la libertad de establecimiento». [Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas. (17 de julio de 2008). Comunicado de Prensa nº 54/08. *Sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-207/07* . Luxemburgo].

[9] «La situación de la CNMV es muy distinta (que la del Banco de España). Las presiones que pueden llegar a gravitar sobre ella, desde el Gobierno o desde el sector privado, son mucho más intensas, variadas y continuas». [CONTHE, M. (2007). "Discurso del Presidente de la CNMV ante la Comisión de Economía del Congreso (Madrid, 24 de abril de 2007)". CNMV].

[10] Endesa, Enher, GESA, Unelco, Encasur, Electra de Viesgo, FECSA, Sevillana de Electricidad, Saltos del Nansa, Hidroeléctrica de Cataluña, Hidroeléctrica Española, Iberduero, Unión Eléctrica Fenosa e Hidroeléctrica del Cantábrico.

III.- Metodología

i.- Método de trabajo

Con el objeto de poder concluir cuál ha sido la influencia del sector eléctrico en la evolución de la normativa española sobre OPAs, se ha tratado de analizar tanto la historia y evolución del sector eléctrico como de la propia figura jurídica.

En el estudio del sector y su evolución histórica, junto con una descripción del mismo y de las principales actividades tradicionalmente encuadradas bajo su paraguas, se ha tratado de revisar el peso que el sector ha tenido en la economía española así como las características propias del mismo –básicamente su bajo nivel de concentración y su elevada exposición a los mercados de capitales[11]–, que explican el elevado número de OPAs vislumbrado en el periodo objeto de estudio.

El análisis de la normativa en materia de OPAs ha estado centrado, junto con una parte explicativa, en un análisis sistemático de los cambios normativos más relevantes llevados a cabo en el periodo 1990-2007, tratando de profundizar en las causas de dichos cambios y revisar en qué medida traían causa de casos concretos. Se ha tratado de ver por un lado qué reformas han sido consecuencia de la normativa europea en la materia, tanto de la Directiva 2004/25/CE como de los fallidos proyectos anteriores ya desde el año 1974. Y por otro, identificar qué

[11] A inicios de 2008, y tras un importante proceso de concentración, el sector eléctrico tenía un peso de entorno al 18,5% del IGBM con ocho empresas cotizadas (frente a más del 22% y diez empresas cotizadas a inicios de los años noventa). Si bien el número de empresas cotizadas no se redujo demasiado a pesar del proceso de concentración anteriormente descrito se debe fundamentalmente a la salida al parqué de empresas generadoras de energía renovable, alguna de las cuales era subsidiaria de los grandes grupos antes mencionados. Dentro del Eurostoxx50, índice bursátil que indica la evolución de las cincuenta empresas europeas con mayor representatividad, por tamaño y volumen de contratación en bolsa, el peso del sector eléctrico era del 9% en diciembre de 2007.

alteraciones tienen una clara influencia de OPAs o situaciones concretas, especialmente en aquellos casos relacionados con el sector eléctrico. Para ello, junto con un análisis comparativo de la propia normativa y del estudio del sector eléctrico, se ha realizado una observación pormenorizada de la bibliografía, tratando de extraer y subrayar las conclusiones sobre casos concretos ya identificadas o subrayadas por los principales expertos en la materia a lo largo de los últimos años.

Con base, por tanto, en el análisis histórico del sector eléctrico -con especial énfasis en las diferentes OPAs del periodo 1990-2007, y especialmente las batallas para el control de Hidroeléctrica del Cantábrico y por el control de Endesa-; en la evolución de la normativa sobre OPAs en España; y de la bibliografía al respecto, se ha tratado de llevar a cabo un análisis que permitiese identificar aquellos elementos de la normativa claramente deudores de lo sucedido previamente en el sector eléctrico.

ii.- Método de investigación

Siguiendo las modalidades propuestas por WITKER (1986)[12], éste trabajo ha empleado básicamente una metodología Histórico Jurídica, tratando de analizar la evolución de la normativa de OPAs en España en el periodo 1990-2007 para, con base en un estudio hasta cierto punto comparativo, tratar de identificar los motivos justificativos de las diferentes reformas, intentando en cada momento identificar las razones últimas que llevaron al legislador a modificar la normativa de OPAs.

[12] WITKER, J. (1986). "Cómo elaborar una tesis en Derecho. Pautas metodológicas y técnicas para el estudiante o investigador del Derecho". Madrid: Civitas

En todo lo relacionado con el sector eléctrico, clave para contextualizar las diferentes OPAs anunciadas en el periodo objeto de análisis, se ha seguido una metodología que podríamos denominar Histórico Económica, entrando con mayor detalles en aquellos aspectos regulatorios, técnicos, históricos y económicos críticos a la hora de entender la lucha por el control de las diferentes empresas energéticas.

IV.- Fuentes

En la elaboración de la presente obra se pueden distinguir varios tipos de fuentes, destacando las normativas y las bibliográficas, debido a su relevancia, tanto en materia de OPAS como en todo lo relacionado con el sector eléctrico.

En materia normativa, la base de este trabajo ha sido la regulación nacional referida a la figura jurídica de las OPAs, desde la primera norma al respecto, ya en el año 1980 –el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios[13]–, hasta la normativa en vigor en la actualidad –el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores–, así como toda la normativa de mayor rango de la que trae causa dicha normativa en materia de OPAs como es, fundamentalmente, la Ley del Mercado de Valores. A ello hay que sumar, como no podía ser de otro modo, la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, así como los diferentes proyectos y borradores previos. El análisis sistemático y comparativo de la evolución normativa referida ha sido clave para entender las diferentes reformas, sus causas, consecuencias y motivaciones. Para todo ello ha sido fundamental tanto el Boletín Oficial del Estado ("BOE"), como el Diario Oficial

[13] BOE nº 226, de 19 de septiembre de 1980. Derogado.

de la Unión Europea ("DOUE") o el Diario Oficial de las Comunidades Europeas ("DOCE").

En lo referente a fuentes bibliográficas, destacan aquellas relacionadas con el sector eléctrico, claves a la hora de analizar el funcionamiento del mismo y su evolución a lo largo de los últimos años, tanto a nivel internacional como, especialmente, nacional. A ello hay que añadir fuentes bibliográficas centradas en la figura de las OPAs y la evolución de esta figura normativa en España –y en menor medida en Europa y Estados Unidos–, tratando de destacar aquellas fuentes en las que se destaca la vinculación entre diferentes modificaciones normativas y sucesos acaecidos tanto en el sector eléctrico como en otros sectores clave de nuestra economía. También se han consultado las bases de datos Scopus, elaborada por Elsevier y TESEO, en lo referido a tesis doctorales españolas. También ha sido útil en este sentido la base de datos OCEANO de la Universidad de Deusto, en todo lo referido a recursos electrónicos.

Por último es importante destacar la información proporcionada, desde su creación, por la CNMV, clave a la hora de analizar las diferentes OPAs objeto de la presente tesis. Documentos como «Hechos Relevantes», folletos o comunicados de la propia institución han sido clave para este trabajo de investigación.

V.- Estructura

La estructura elegida ha tratado de reflejar, en primer lugar, los dos elementos clave en este trabajo, el sector eléctrico y la figura de las OPAs en el Derecho español, así como, por último, la interacción de ambos elementos.

El primer capítulo trata de describir someramente qué es lo que denominamos sector eléctrico así como su evolución histórica en España, con

especial énfasis en el periodo 1990-2007 y en las operaciones corporativas acontecidas en ese periodo.

En el segundo capítulo, el objeto principal es la figura jurídica de la OPA, desde su definición y encuadramiento hasta su evolución en el ordenamiento jurídico español, destacando el impacto que en dicha evolución ha tenido la casuística concreta, tanto del sector eléctrico como de otros sectores de la actividad económica.

Siendo evidente la influencia de la normativa europea en la materia, se ha dedicado también una parte de este capítulo a entender el largo proceso que llevó a la aprobación de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición. También se ha incluido una referencia somera a dicha figura jurídica en Estados Unidos de América y en el Reino Unido, debido a la influencia que sobre todo éste segundo país tuvo en la génesis de la Directiva 2004/25/CE.

Antes de las conclusiones finales, se ha introducido un capítulo final que viene a tratar de destacar, en primer lugar, el peso que han tenido las OPAs relacionadas con el sector eléctrico en el marcado de control empresarial español en el periodo objeto de estudio. Por último, se ha añadido un análisis detallado de cada una de las operaciones concretas, tratando de encuadrarlas dentro de la evolución y el proceso de concentración del sector así como tratando de ver aspectos jurídicos de las mismas relevantes en materia de OPAs.

Finalmente se han incluido diversos anexos que incluyen un análisis comparativo del Real Decreto 1066/2007 con la normativa previa, con el objeto de identificar con mayor facilidad las principales reformas introducidas por el legislador.

Capítulo 1.- El sector eléctrico español

El objeto de este capítulo es explicar de forma somera el funcionamiento de un sector complejo como es el eléctrico. Dicha complejidad es consecuencia de las propias características del producto final suministrado, la energía eléctrica, así como de su abundante y detallada regulación. Esta situación se ve además agravada por el proceso de liberalización experimentado en los últimos años, pasando de ser un sector completamente regulado –al ser contemplado en su conjunto como un monopolio natural– a ser un sector parcialmente liberalizado, con actividades dentro del mismo sujetas a las normas del libre mercado mientras otras han seguido siendo consideradas monopolios naturales.

Junto a ello se trata de explicar la evolución del sector en España con un doble objetivo. En primer lugar mostrar la importancia que el mismo ha tenido a lo largo de su historia, viendo las altas dosis de intervencionismo político en la configuración del mismo. Y en segundo lugar tratando de entender qué condicionantes históricos, políticos y económicos llevaron al sector al proceso de concentración vislumbrado en los años considerados en la presente tesis doctoral.

Dentro de la evolución histórica se hace especial hincapié en las diferentes operaciones corporativas que, por un lado, han marcado el rumbo del sector, y, por otro, han implicado procesos de OPA que han tenido una relevancia considerable tanto en la *praxis* de este tipo de operaciones como en la propia evolución jurídica de esta peculiar figura jurídica. Procesos como la creación del grupo Endesa, la batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico ("HC" o "Hidrocantábrico") o la posterior batalla por el control de la propia Endesa han sido fundamentales tanto para la evolución del sector eléctrico hasta nuestros días como para el propio desarrollo de la figura de las OPAs en nuestro ordenamiento jurídico, tal y como veremos en capítulos posteriores.

En aras de evidenciar la relevancia del sector, junto con la evolución del mismo y el análisis de las principales operaciones acaecidas en el periodo 1990-2007, se hace también referencia en las últimas páginas de este capítulo a diferentes ejemplos que muestran de forma palmaria el alto grado de intervencionismo que los diferentes gobiernos, de un signo u otro, han tenido en el sector, desde las genéricas "*golden shares*" en empresas privatizadas a la denominada «Ley Rato» o la escandalosa modificación con carácter retroactivo de la Función 14 de la Comisión Nacional de Energía, promulgada en pleno fragor de la batalla entre Gas Natural y E.ON por el control de Endesa.

Además de por los motivos anteriormente citados, entendemos que este capítulo es relevante para contextualizar la importancia de muchas de las OPAs que serán analizadas en los capítulos siguientes, entendiendo hasta qué punto las soluciones dadas a los problemas jurídicos en ellas planteados eran más o menos relevantes no sólo para los estudiosos del Derecho sino también para el sector energético y, por ende, la economía nacional.

1.1.- Qué es el sector eléctrico

El sector eléctrico engloba todas aquellas actividades que van desde la generación de energía eléctrica hasta su comercialización y suministro al cliente final. Estas actividades pueden dividirse en:

- Generación.
- Transporte o transmisión.
- Distribución.
- Comercialización.

La coordinación de estas actividades es también una actividad en sí misma. Tradicionalmente ha existido una gran integración vertical entre todas estas actividades siendo, en no pocas ocasiones, desarrolladas por un solo operador. A medida que se han ido desarrollando nuevos modelos de liberalización se ha procedido a una distinción más precisa de estas actividades. Esta separación no ha sido sólo conceptual sino que ha venido acompañada de una separación empresarial y jurídica. En el modelo establecido en España por la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico[14] ("LSE" o "Ley del Sector Eléctrico") se puede ver un desglose pormenorizado de las principales actividades tradicionalmente consideradas dentro del sector eléctrico.

Clasificación de las actividades eléctricas.

Generación	**Transacción**
Generación en régimen ordinario	Mercado mayorista
Generación en régimen especial	Contratación libre
Servicios complementarios	Contratación estandarizada
	Intercambios internacionales
Red	Mercado minorista
Transporte	Comercialización a consumidores con capacidad de elección
Planificación de la expansión	Comercialización a consumidores sin capacidad de elección
Construcción	Actividades complementarias
Planificación del mantenimiento	Liquidaciones
Mantenimiento	Facturación
Operación del transporte	Medición
Distribución	
Planificación de la expansión	**Coordinación**
Construcción	Operación técnica del sistema eléctrico
Planificación del mantenimiento	Operación del mercado organizado
Mantenimiento	
Operación de la distribución	

Fuente: Pérez Arriaga (1998).

Esta distinción cobra mayor importancia a medida que se establece una distinción clara entre actividades consideradas como monopolio natural (redes y coordinación) y aquellas que están dejando de serlo al establecerse mecanismos que permiten una competencia efectiva (generación y comercialización tanto en el mercado minorista como en el mayorista).

[14] BOE nº 285, de 28 de noviembre de 1997.

A grandes rasgos, el sector eléctrico se caracteriza por:

- Ser un sector estratégico para la economía de un país. Esta característica proviene de la importancia de la energía en el desarrollo de cualquier país. La energía en general, y la electricidad en particular, es un "*input*" decisivo para el desarrollo de cualquier actividad económica, siendo crítico tanto su precio como la seguridad de su suministro.

- La imposibilidad de almacenamiento de la electricidad, que, como bien describe FABRA (2006)[15] «hace necesaria la igualación instantánea entre producción y consumo, requiere que exista capacidad excedentaria capaz de soportar las fuertes variaciones en la demanda y la disponibilidad del parque de generación. Tal necesidad se ve acentuada por el hecho de que los ajustes instantáneos difícilmente pueden provenir del lado de la demanda, dado que la mayor parte de ésta ni paga los precios de mercado ni tiene capacidad para reducir su consumo en el corto plazo».

- La coexistencia de tecnologías diversas de generación con estructuras de coses fijos y variables muy diferentes.

- Ser un sector altamente regulado (y en numerosas ocasiones de propiedad pública). Esta característica está íntimamente ligada con la alta tecnificación del sector así como por sus implicaciones económicas.

[15] FABRA, N. (2006). "El funcionamiento del mercado eléctrico bajo la ley del sector eléctrico". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 247-276). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Financial.

- Tener importantes implicaciones medioambientales, especialmente la actividad de generación debido a las emisiones de CO_2 y otros gases contaminantes a la atmósfera por parte de gran parte de las centrales termoeléctricas.

- Altamente tecnificado.

1.2.- Liberalización vs. regulación

1.2.1.- Del monopolio natural a la liberalización del sector

Si una característica puede describir el sector eléctrico en los años en los que se centra este estudio es transición. El sector eléctrico, tradicionalmente considerado como un «monopolio natural», se dirige de forma paulatina hacia un entorno de libre competencia.

Tras la Segunda Guerra mundial se puede básicamente hablar del sector eléctrico como un monopolio con tarifas o precios fijados de forma más o menos regular por los organismos públicos ya fuese mediante sistemas de precios fijos, ya de retorno sobre inversiones (aún vigente en muchas actividades reguladas dentro de sectores eléctricos plenamente liberalizados). Poco a poco estos sistemas de regulación fueron dando lugar a modelos que introducían incentivos para ser más eficientes mediante sistemas vinculados a la inflación (básicamente modelos estilo IPC-X).

La liberalización del sector eléctrico tiene su base teórica en los estudios del profesor del *Massachussets Institute of Technology* ("MIT") PAUL L. JOSKOW y que tuvieron su plasmación en el artículo "*Markets for Power*", publicado en

1983 por los profesores JOSKOW y SCHMALENSEE[16]. También fueron claves para el desarrollo posterior de la liberalización las contribuciones de SCHWEPPE, CARAMANIS, TABORS, y BÖHN (1984)[17] sobre la separación de los contratos y de la gestión técnica del sistema o las de RASSENTI y SMITH (1986)[18] sobre la descentralización de los mercados y la coordinación de los flujos físicos de energía. La plasmación práctica de las teorías liberalizadoras de sectores considerados tradicionalmente como monopolios naturales se dio en el caso del sector eléctrico en Gran Bretaña. Para entender los fundamentos teóricos que acompañaron la liberalización del sector eléctrico británico a inicios de los noventa son clave los trabajos de GREEN y NEWBERY (1993)[19] o de NEWBERY y POLLIT (1997)[20].

Para describir esta transición en que se vieron envueltos los principales sectores eléctricos mundiales es útil emplear los modelos de HUNT y SHUTTLEWORTH (1996)[21]. Ambos autores clasificaron los sectores eléctricos en cuatro grandes modelos de acuerdo con su grado de competencia:

a) Modelo 1: No existe competencia de ningún tipo.

b) Modelo 2: La competencia se limita a la existencia de un único comprador con capacidad para elegir entre varios productores, creando cierto grado de competencia en el negocio de la generación.

---

[16] JOSKOW, P. y SCHMALENSEE, R. (1983). "*Markets for Power: An Analysis of Electric Utility Deregulation*". Cambridge: MIT Press.

[17] SCHWEPPE, F., CARAMANIS, M., TABORS, R. y BÖHN, R. (1984). "*Spot pricing of electricity*". Boston: Kluwer Academic Publishers.

[18] RASSENTI, S. y SMITH, V. (1986). "Electric utility deregulation". En "*Pricing electric, gas and telecomunecations services*". New York: The Institute for the Study of Regulation.

[19] GREEN, R. y NEWBERY, D. (1992). "Competition in the British Electricity Spot Market". *Journal of Political Economy , 5* (100), pp. 929-953.

[20] NEWBERY, D. y POLLITT, M. (1997). "The Restructuring and Privatization of Britain's CEGB - Was it Worth It?". *Journal of Industrial Economics , 3* (45), pp. 269-303.

[21] HUNT, S. y SHUTTLEWORTH, G. (1996). "*Competition and Choice in Electricity*". New York: John Wiley & Sons.

c) Modelo 3: Las empresas distribuidoras pueden elegir a qué empresa o empresas generadoras comprar la electricidad que van a suministrar a sus clientes. Entramos ya en un mercado de competencia en el ámbito de la generación y del mercado mayorista ("*wholesale market*").

d) Modelo 4: Este es el modelo de mayor competencia, al poder elegir suministrador todos los consumidores y no sólo los distribuidores.

En general, los principales sectores eléctricos del mundo se han caracterizado en la década de los años noventa y siguientes por encontrarse en una transición desde el modelo 1 hacia el modelo 4. Fue a mediados de los años noventa cuando este proceso se generalizó. En el ámbito de la Unión Europea, la Directiva 96/92/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de diciembre de 1996, sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad[22] fue el principal hito que impulsó definitivamente la liberalización, junto con directivas posteriores que han profundizado tanto en la liberalización del sector eléctrico como del sector del gas[23].

Si bien a principios de siglo el sector eléctrico se desarrolló en manos privadas, posteriormente se produjo un proceso de intervención pública que en

[22] DOCE nº 27, de 30 de enero de 1997. Derogada.

[23] Dicho proceso se inició, sin embargo con anterioridad. La aprobación del llamado Acta Única Europea en febrero de 1986, se fijó como objetivo el alcanzar con fecha 1 de enero de 1993 un mercado interior único en la UE para determinados sectores entre los cuales, tras un largo proceso de liberalización, quedó incluido el sector energético, si bien este primer intento fue prácticamente abortado con la posterior recomendación del Consejo de Ministros de Energía de la Comunidad para que dicha liberalización fuese pospuesta. Otro hito anterior a la Directiva 96/92/CE fue, en 1990, la Directiva 90/547/CEE relativa al tránsito de electricidad por las grandes redes.

En cualquier caso, la Directiva fue posteriormente reformada mediante la Directiva 2003/54/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de junio de 2003, sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad y por la que se deroga la Directiva 96/92/CE. (DOUE nº 176, de 15 de julio de 2003. Derogada); y ya en el año 2009 se publicó la Directiva 2009/72/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 13 de julio de 2009, sobre normas comunes para el mercado interior de la electricidad y por la que se deroga la Directiva 2003/54/CE. (DOUE nº 211, de 14 de agosto de 2009).

determinados países culminó con la expropiación de las distintas compañías privadas y la creación de monopolios de carácter público o semipúblico. El sector eléctrico fue considerado como un «monopolio natural» en el que para lograr un suministro eficiente de electricidad se requería de monopolios regulados estatalmente y verticalmente integrados (normalmente de propiedad pública, aunque las excepciones son múltiples). Aspectos tales como precios, calidad, nuevas inversiones, etc. eran determinados por los gobiernos. Un aspecto fundamental de los modelos tradicionales fue la forma de fijación de precios. Con múltiples variantes, el modelo tradicional de fijación de precios fue el de fijar precios que cubriesen todos los costes e inversiones prudentemente incurridos por las empresas que prestaban el suministro de electricidad.

Diversos han sido los postulados que llevaron a esta consideración del sector eléctrico como un monopolio natural. KAHN (1971)[24] y CREW y KLEINDORFER (1986)[25] consideran que esta caracterización es debida fundamentalmente a las imperfecciones del mercado y a los beneficios sociales inherentes al sector eléctrico. JOSKOW (1997)[26] y, en España, PÉREZ ARRIAGA (1998)[27] mantienen que el principal ha sido la existencia de determinadas actividades, encuadradas dentro del transporte y la distribución, cuyo control confieren un poder absoluto en el mercado eléctrico y que han jugado un papel fundamental en la definición de los sectores eléctricos nacionales. Por supuesto, esta justificación no ha sido la única. Aspectos como la consideración del suministro eléctrico como un servicio público; la imposibilidad de almacenar la energía eléctrica; o las elevadas inversiones que requiere el sector eléctrico y las economías de escala inherentes al mismo[28] han justificado también el elevado

[24] KAHN, A. (1971). "The Economics of Regulation". *Bell Journal of Economics , 2* (2), pp. 678-682.

[25] CREW, M. y KLEINDORFER, P. (1986). "*The Economics of Public Utility Regulation*". Cambridge: The MIT Press.

[26] JOSKOW, P. (1997). "Restructuring, Competition and Regulatory Reform in the US Electricity Sector". *Journal of Economic Perspectives , II* (3), pp. 119-138.

[27] PÉREZ ARRIAGA, J. (1998). "*Fundamentos teóricos de la nueva regulación eléctrica*". Comisión Nacional del Sistema Eléctrico, Madrid.

[28] Esta justificación centrada en la economías de escala fue ya criticada por JOSKOW y SCHMALENSEE (1983).

grado de intervención pública y la integración vertical que han constituido la base del modelo tradicional (o modelo 1, en terminología de HUNT y SHUTTLEWORTH).

Sin embargo, diversas causas y factores motivaron la transición desde sectores eléctricos que podríamos encuadrar dentro del modelo 1 hacia el modelo 4.

a) Aspectos generales.

- En un mundo que se mueve a todos los niveles hacia una mayor globalización y liberalización económica el sector eléctrico no puede ser ajeno. La propia competencia y globalización de toda la economía presiona cada vez más a todos los agentes. Los principales sectores económicos de un país, ante las nuevas amenazas que surgen y ante la presión de los nuevos competidores, tanto extranjeros como nacionales, demandan a sus proveedores también un mejor servicio y unos menores precios. El sector eléctrico no es ajeno a esta presión. En este sentido cabe interpretar las palabras de ORIOL (1995)[29]: «hoy el entorno económico ha establecido unos precios energéticos que sí son elementos clave en la competitividad de las empresas y servicios en unos mercados que han roto las fronteras históricas».

- Descontento con el funcionamiento de los sistemas tradicionales. Los modelos tradicionales dieron lugar a múltiples ineficiencias y rentas de monopolio que llevaron a críticas en favor de modelos más competitivos. Esta situación no es exclusiva de la electricidad. Sectores como el gas, las telecomunicaciones y otros sectores tradicionalmente regulados fueron objeto también de estas críticas.

[29] ORIOL, I. (1995). "Cambio de enfoque en el futuro del sector energético". *Economía industrial , II* (302), pp. 169-172.

- En determinados países, fundamentalmente emergentes, el Estado se enfrentó a situaciones económicas de crisis en las que por diversos motivos que no son objeto de este estudio, no disponía de los medios económicos para hacer frente a las nuevas inversiones necesarias para adaptar el sector eléctrico a la demanda esperada[30]. Ante este dilema se vio obligado a poner en manos de inversores privados el control del sector eléctrico. Estos procesos de privatización tradicionalmente vinieron de la mano de procesos de liberalización.

- HOOD y MACARTHUR (1994)[31] incluyen «los procesos de privatización y los cambios culturales y de dirección asociados a dichas privatizaciones». Sin embargo, esto parece más bien una consecuencia que una causa para la transición de los sistemas eléctricos.

- Estos aspectos generales sin embargo han de verse acompañados de otro tipo de aspectos más técnicos y tecnológicos que permitan diseñar un mercado eléctrico: un mercado mayorista ("*wholesale market*") y, en la medida de lo posible, un mercado minorista ("*retail market*").

b) Aspectos tecnológicos.

[30] En este sentido son representativas las palabras de Greiner, representante del Ministerio de Minas y Energía brasileño: «Em razão da insuficiência dos investimentos em período anteriores, o atual governo, se viu, em 1995, diante de elevados riscos de déficit de energia e de capacidades de geração, bem como crescentes restrições na transmissão. A incapacidade do estado em prover os recursos necessários á expansão se manifesta e é comprovada pela emergência de um novo ciclo de inadimplências entre as concessionárias. O quadro era agravado, ainda, pela inexistência de uma proposta concreta de reformulação do setor e pelas continuadas e expressivas taxas de crescimento da demanda […]» [GREINER, P. (1998). "Reestruturação do Setor Elétrico Brasileiro: Encaminhamentos e Resultados". XXXIII Reunión internacional de altos ejecutivos de empresas y organismos de la CIER. Cartagena de Indias].

[31] HOOD, N. y MCARTHUR, D. (1994). "The Evolution of Internationalisation Strategies in the European Electricity Industry". *Management International Review , 34*, pp. 25-48.

- Mayor capacidad de interconexión entre sub-sistemas eléctricos. Esta situación permite la existencia de más competidores y más demandantes, necesarios para que exista un verdadero mercado eléctrico.

- Nuevas tecnologías de generación económicamente muy competitivas y con bajos costes de inversión. Las plantas de ciclo combinado permitieron que nuevos operadores compitiesen en los distintos mercados sin grandes barreras de entrada.

- Avances tecnológicos en mediciones, comunicaciones y procesado de la información que permiten una gestión más eficiente de las interconexiones, de grandes números de consumidores, el consumo horario, etc.

1.2.2.- Internacionalización del sector eléctrico

El sector eléctrico estuvo tradicionalmente poco expuesto a la internacionalización. Aspectos de carácter técnico (dificultades para interconectar países), regulatorios (dificultades para la inversión extranjera en un sector participado en gran medida por el sector público y un elevado nivel de planificación e intervencionismo) o estratégicos (ante la importancia de la independencia energética de los países), constriñeron tradicionalmente al sector eléctrico a mercados de carácter eminentemente nacionales.

Sin embargo, la electricidad puede ser considerada un "*commodity*" y, en la medida en que diversos aspectos técnicos permiten interconectar países y pasar de modelos regulados a modelos liberalizados en los que se permite la inversión extranjera, la internacionalización comenzó a producir de forma acelerada.

En término generales es posible afirmar que existe una coincidencia temporal entre los procesos de liberalización y los procesos de internacionalización. En cierto modo son procesos paralelos en los que inciden varios factores que podríamos agrupar como:

a) Oportunidades: Los procesos de liberalización iniciados en múltiples países acarrearon procesos de privatización de empresas públicas. Esta situación creó importantes oportunidades de inversión para el sector eléctrico, con independencia del grado de liberalización del mismo en el país inversor. Es decir, el proceso de privatizaciones iniciado en Brasil, por ejemplo, originó oportunidades para las compañías eléctricas de todo el mundo, con independencia del nivel de liberalización y competencia de los sectores eléctricos de cada país[32].

b) Necesidades: Estos procesos de liberalización y privatización que generaron oportunidades de inversión, supusieron para las empresas domésticas mayores niveles de competencia y menores oportunidades de crecimiento. Ante esta situación, una de las estrategias que se plantearon las empresas fue la internacionalización como nuevo elemento de crecimiento.

c) Avances tecnológicos. La reducción de costes de inversión lograda por las plantas de ciclo combinado y las mejores interconexiones internacionales han sido la base del avance de la liberalización. Tradicionalmente el sector eléctrico necesitaba llevar a cabo importantes inversiones que implicaban un riesgo muy elevado para las empresas. En los años noventa, las nuevas tecnologías de

[32] Salvo los casos de países cuyas legislaciones nacionales imponen limitaciones a sus empresas eléctricas para diversificarse o invertir en el exterior.

> generación vinieron a ofrecer una elevada competitividad con un coste de inversión reducido que permitieron la introducción de nuevas empresas y la aparición de la competencia. Las interconexiones internacionales, además, permitieron la transmisión de energía eléctrica de unas zonas a otras con pocas pérdidas. Por lo general, estos avances tecnológicos beneficiaron tanto a la liberalización como a la internacionalización del sector eléctrico.

A día de hoy es difícil aventurar el grado de globalización que alcanzará el sector eléctrico. Hasta la fecha, las limitaciones tecnológicas, las diferencias regulatorias entre unos países y otros y los diferentes grados de compromiso político han seguido siendo una barrera importante para un mayor grado de globalización.

1.2.3.- Análisis crítico del proceso de liberalización

A pesar del importante avance de la liberalización, los últimos años no han estado exentos de un importante análisis crítico de la situación. La crisis energética californiana, la quiebra del gigante norteamericano Enron, los problemas a los que se enfrentó el "*pool*" inglés o la falta de avances claros en otros mercados como el español llevaron a un claro enfriamiento de las visiones más optimistas sobre los efectos de la liberalización en el sector eléctrico. Veinticinco años después de la publicación de "*Markets for Power*", la ya mencionada obra que supuso desde un punto de vista teórico el impulso a los procesos de liberalización del sector eléctrico, el propio JOSKOW publicaba en *The Energy Journal* un artículo[33] en el que hacía una análisis crítico de los procesos de liberalización llevados a cabo en los últimos años. Si bien dicho artículo partía del

[33] JOSKOW, P. (2008). "Lessons Learned from Electricity Market Liberalization". *The Energy Journal (Special Issue on the Future of Electricity)*, pp. 9-42.

principio de la bondad de los procesos de liberalización, el propio JOSKOW reconocía que dicho principio no es inconsistente con la afirmación de que en algunos casos monopolios verticalmente integrados tienen un buen funcionamiento en el que los beneficios de una potencial liberalización son limitados[34], y su interés radica en la clasificación hecha de las principales lecciones aprendidas. Dichas lecciones pueden ser también consideradas, a nuestro juicio, como los principales fallos verificados en procesos reales de liberalización del sector eléctrico. Por tanto es interesante mencionarlas:

- La liberalización tiene efectos potenciales beneficiosos, pero también importantes costes si las reformas son implementadas de forma incompleta o incorrecta.

- No se trata simplemente de liberalizar, sino de reestructurar el sector, llevar a cabo reformas regulatorias, diseñar mercados mayoristas y minoristas y liberalizar dichos mercados para que sean competitivos. En este sentido, JOSKOW considera que el caso de Inglaterra es paradigmático.

- Desviarse significativamente del modelo anteriormente propuesto dará probablemente lugar a problemas relevantes. En este sentido, liberalizar sin haber previamente reestructurado el sector ha sido uno de los principales errores de la Unión Europea, si bien considera que no ha sido el caso ni de Holanda ni de España.

- Mercados "*spot*" de energía y de servicios complementarios ("*ancillary services*") organizados deben estar integrados con una atribución lógica de la capacidad de transporte de electricidad.

[34] «Note that this conclusions is not inconsistent with a finding that there are some regulated vertically integrated monopolies that perform quite well and that, in such cases, the kinds of comprehensive reforms reflected in the textbook model might have little positive effect on performance», en el original inglés.

- El poder de mercado ("*market power*") es un importante problema potencial pero a veces el remedio puede ser peor que la enfermedad, por lo que es necesario hacer frente a este problema *ex-ante* y no *ex-post*. La adopción de medidas para mitigar el poder de mercado *ex-post* pueden desincentivar las inversiones necesarias en el mercado de generación a largo plazo.

- Buenas instituciones regulatorias de las redes de transporte y distribución son importantes pero en ocasiones pueden conducir a no abordar el necesario proceso de reformas, al no ser consideradas como un aspecto relevante del proceso de liberalización.

- La creación de un marco adecuado para las inversiones en redes de transporte es importante pero continúa siendo un reto significativo en muchos países. Por lo general la inversión en redes de transporte no ha sido proporcional al aumento de la demanda, creando problemas al proceso de liberalización debido a la falta de interconexiones.

- Problemas como la seguridad de suministro, la disponibilidad del sistema o de recursos adecuados son claves para los políticos en prácticamente todos los países. En este sentido es importante ver hasta qué punto un mercado competitivo puede estimular niveles de inversión que sean consistentes con los deseos políticos (no hablamos aquí de eficiencia económica). Básicamente, aunque no hay evidencias de que la calidad del suministro se haya deteriorado en mercados liberalizados, el coste político de posibles apagones seguirá llevando a intervenciones políticas que pueden ser perjudiciales para las inversiones a medio y largo plazo. En este sentido, España fue uno de los países mencionados como ejemplo de mercado en el que se han impuesto los pagos por garantía de potencia ("*capacity payments*") para incentivar las inversiones en nueva capacidad.

- El diseño de los mercados minoristas y las condiciones establecidas para el denominado servicio universal proporcionado por las empresas tradicionales ("*incumbents*") son variables críticas para el desarrollo de mercados competitivos. En muchas ocasiones las tarifas han sido empleadas no para promover un mercado eficiente sino para otro tipo de objetivos más o menos confesables. Una vez más el caso español fue mencionado por Joskow al llegarse a establecer tarifas por debajo de los precios determinados en mercados mayoristas, haciendo imposible para cualquier comercializador ofrecer precios que pudiesen competir contra las propias tarifas.

- La integración vertical entre comercializadores del mercado minorista y generadores de electricidad es probablemente una forma eficiente de responder a imperfecciones en los mercados mayoristas pero puede también dar lugar a problemas de poder de mercado. No habiendo evidencias empíricas claras, los políticos han de enfrentarse al dilema entre mercados más eficientes pero con mayor riesgo de poder de mercado o mercados más competitivos pero con mayores ineficiencias.

- La respuesta de la demanda a estímulos de precio en mercados "*spot*" requiere mayor atención. Mientras que en otros mercados aumentos de precio llevan a menor demanda, en el caso de los mercados eléctricos es difícil limitar la demanda y la solución suele pasar por cortes del suministro.

- La reforma del sector eléctrico parece ser un proceso continuo, pero una situación de recurrentes reformas de las reformas da lugar tanto a potenciales beneficios como costes. Por tanto, es mejor concentrar las reformas que estar continuamente cambiando las reglas del juego. Los reguladores tienen que tener en cualquier caso

claro que los beneficios de cualquier reforma tienen que ser superiores a los costes de corto, medio y largo plazo que dicha reforma puede implicar.

- Es necesario para el éxito de la liberalización un fuerte compromiso político.

LASHERAS (2006)[35], en su panorama sobre la teoría de la regulación y basándose en JAMASB y POLLIT (2005)[36] diseñó un cuadro en el que mostraba la revisión de los procesos de reforma del sector eléctrico a raíz del movimiento crítico producido por problemas como «la crisis de altos precios y desabastecimiento de California en 2001, la quiebra de Enron y otros "*traders*" en Estados Unidos y las dificultades en Europa para avanzar en un mercado interior de la energía, junto con el alza de los precios de las fuentes primarias en energía de estos últimos años».

[35] LASHERAS, M. (2006). "La teoría de la regulación: un panorama". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 153-188). Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

[36] JAMASB, T. y POLLIT, M. (2005). "*Electricity Market Reform in the European Union: Review of Progress toward Liberalization & Integration*". Massachusetts Institute of Technology , Center for Energy and Environmental Policy Research. Working Paper.

Revisión de los procesos de reforma del sector eléctrico en Europa

Principales pasos en la reforma del sector eléctrico		Visión desde los 2000	
Reestructuración	Separación vertical de las actividades de generación, transporte, distribución y comercialización. Fraccionamiento horizontal y vertical de generación y comercialización.	Reestructuración	Evitar estructuras oligopolísticas que faciliten la formación de coaliciones.
Mercados y competencia	Mercados mayoristas y competencia minorista. Eliminar barreras de entrada en generación y comercialización.	Mercados y competencia	Mecanismos eficientes de subastas para cada producto y cada mercado. Reforzar la contratación a plazo. Mejorar mercados en tiempo real (aumentar la elasticidad de la demanda). Eliminación de tarifas integrales y extensión de competencia al tramos minorista.
Regulación	Establecer un regulador independiente. Establecer el libre acceso de terceros a la red. Implantar una regulación por incentivos en la gestión de redes.	Regulación	Seguridad de suministro ("*capital adequacy*") Coordinación de reguladores a nivel supranacional. Gestión de interconexiones y redes mediante mecanismos de mercado. Incentivos para inversiones en redes.
Propiedad	Incentivar nuevos actores de capital privado. Privatización de las empresas públicas existentes.	Propiedad	Limitar participaciones de operadores en gestores de redes. Asignaciones en derechos de emisión bajo el "*European Emission Trading Scheme*". Defensa de campeones nacionales en Europa y control regulado de fusiones y adquisiciones.

Fuente: LASHERAS (2005) basado en JAMASB y TOLLIT (2005)

1.3.- Evolución del sector: 1990-2008

1.3.1.- Evolución del sector en España hasta la década de los noventa[37]

La llegada de la electricidad a España se produjo a finales del siglo XIX, en 1852, cuando el farmacéutico catalán Francisco Domenech logró iluminar su botica con energía eléctrica.

La explotación a nivel empresarial de esta nueva forma de energía se produjo en Barcelona con la constitución en 1881 de la Sociedad Española de Electricidad, creada por los empresarios Francisco y Tomas José Dalmau junto con el ingeniero Narcís Xifré, con un capital de 20 millones de pesetas. Posteriormente se crearon la Compañía General de Electricidad, Fuerza y Luz Eléctrica, también en Cataluña en 1882, mientras que en 1883 y auspiciada por la familia Dalmau se creaba en Madrid la Sociedad Matritense de Electricidad. Hasta finales de siglo surgen otras muchas empresas eléctricas que, en muchos casos, serán el origen de algunas de las compañías actuales[38].

Tras estos primeros momentos de gestación de lo que será el sector eléctrico español, cabe distinguir, siguiendo a MARCOS FANO (2002), diferentes etapas del sector eléctrico hasta nuestros días:

[37] La historia del sector eléctrico español hasta la década de los ochenta ha estado básicamente basada en la información proporcionada al respecto por UNESA (2005). "*El sector eléctrico a través de UNESA*". Madrid: UNESA; y MARCOS FANO, J. (2002). "Historia y panorama actual de sistema eléctrico español". *Física y sociedad* (13), pp. 10-17. Para la época que va desde finales de siglo XIX hasta 1936, es también relevante el exhaustivo estudio de BARTOLOMÉ, I. (2007). "La industria eléctrica en España (1890-1936)". *Estudios de Historia Económica* (50).

[38] Así en 1889 se creó la Compañía General Madrileña de Electricidad, que tras fusionarse en 1912 con la Sociedad de Gasificación Industrial y con el Salto del Bolarque dio lugar a Unión Eléctrica Madrileña. En 1894 se creó la Compañía Sevillana de Electricidad.

1.3.1.1.- De 1900 a 1936

Ya en 1901 las primeras estadísticas del sector mostraban la existencia de casi 860 centrales eléctricas. Si bien en un primer momento las dificultades para el transporte de la energía obligaban a la localización de centrales junto a los puntos de consumo, pronto la aparición de la corriente alterna permitió una mayor optimización al poder realizarse centrales en puntos más alejados del consumo final.

En estos años comienzan las grandes obras hidráulicas del país, apoyadas por las ideas de D. José Orbegozo Gorostegui, ingeniero de caminos donostiarra que desarrolló la idea de un aprovechamiento integral del río Duero[39]. Estas ideas se plasmaron en el acuerdo entre España y Portugal que dieron lugar a la construcción de importantes centrales hidroeléctricas en los años siguientes. La idea de aprovechar integralmente las cuencas hidrográficas se extendió a otras cuencas y en este sentido cabe destacar la creación de la llamada Confederación Sindical del Ebro. Desde el punto de vista jurídico es importante destacar la labor que en este desarrollo hidrográfico tuvo la Ley de Aguas de 13 de junio de 1879[40], vigente hasta 1985.

También es importante destacar el impulso, aunque sólo teórico, dado a la creación de una Red Eléctrica Nacional por los escritos del ilustre jesuita P. PÉREZ DEL PULGAR (1915)[41], si bien dichas ideas, a pesar de ser bien acogidas incluso por el Ministerio de Fomento, sólo pudieron ser llevadas a cabo tras la finalización de la guerra civil.

[39] ORBEGOZO, J. (1925). "Los saltos del Duero". *Revista de Obras Públicas , I* (73), pp. 569-571.

[40] Gaceta nº 170, de 19 de junio de 1879. Derogado.

[41] PÉREZ DEL PULGAR sj, J. (1915). "La energía eléctrica en la vida industrial moderna". *Ibérica* (104), pp. 411-421.

A pesar de que el número de empresas creadas en estos años fue relevante, en su mayoría vinculados a pequeñas centrales hidroeléctricas o térmicas (Riegos y Fuerzas del Ebro en 1911, Hidroeléctrica del Cantábrico en 1919, Eléctricas Reunidas de Zaragoza en 1911, Compañía de Gas y Electricidad ("GESA") en 1927 o *Union Electric Company* ("Unelco") en 1930, entre otras); lo cierto es que ya en la década de los 30 se había producido un importante proceso de integración y que las cinco mayores compañías de la época (Unión Eléctrica de Cataluña, Hidroeléctrica Española, Hidroeléctrica Ibérica, Cooperativa de Fluido Eléctrico de Barcelona y Saltos del Alberche) controlaban más del 50% de la producción de energía eléctrica en España.

1.3.1.2.- Guerra Civil y posguerra

Es evidente que la Guerra Civil en España y la posterior contienda mundial no ayudaron al desarrollo del sector eléctrico en la década de los años cuarenta. La destrucción de instalaciones junto con la importante demanda que siguió al fin de las hostilidades y las dificultades para tener acceso a bienes de equipo, cemento, acero, cobre, etc. marcaron esos años. A ello se unió la importante sequía de los años 1944-45 y de 1949, elemento muy importante debido al importante peso de la generación hidroeléctrica en el parque español. Desde el punto de vista económico el hecho de mantener las tarifas relativamente estables a pesar de las altas tasas de inflación también actuó como desincentivo para construir nuevas instalaciones. Todo ello se tradujo en un importante déficit de energía que llevó a la constitución de empresas públicas: Empresa Nacional Calvo Sotelo ("Encaso") fue creada ya en 1942; Empresa Nacional de Electricidad ("Endesa") fue creada en 1944 mientras que Empresa Nacional Hidroeléctrica del Ribagorzana ("Enher") era constituida 5 años después.

En el lado de la iniciativa privada, es importante destacar la creación, ya en 1944 y con el impulso de José María de Oriol y Urquijo, presidente de Hidroeléctrica Española, de Unidad Eléctrica ("UNESA"), la asociación de

empresas del sector eléctrico que ya en el momento de su constitución estaba integrada por las diecisiete principales compañías del sector.

El objetivo de UNESA, al menos inicialmente, no fue otro que la coordinación conjunta de la explotación de los sistemas eléctricos, en gran medida desconectados. Es importante destacar como este objetivo, común a la mayoría de países de nuestro entorno, en muchos casos sólo fue alcanzado mediante la nacionalización de sus sectores eléctricos. Así es destacable la creación en los años posteriores a la Segunda Guerra Mundial de las principales empresas públicas europeas: *Electricité de France* ("EDF") en Francia, *Central Electricity Generating Board* ("CEGB") en Inglaterra, *Electricidade de Portugal* ("EDP", cuyo nombre mudó hace apenas unos años a *Energias de Portugal*) en Portugal y *Ente Nazionale per l'Energia Elettrica* ("ENEL") en Italia.

En el caso español fue un organismo privado, aunque mandatado por el gobierno en el Plan de Conjugación del Sistema Regional, aprobado por el Ministerio de Industria en 1944, el que preveía la coordinación de los diferentes sistemas regionales y la construcción de las líneas de interconexión necesarias.

Junto a ello hay que destacar la creación dentro de la propia UNESA de una Oficina Nacional de Coordinación para la explotación conjunta del sistema, encargada de decidir en cada momento los intercambios de electricidad entre distintas zonas según las necesidades de cada momento para asegurar el suministro del país. Dicha función de coordinación, iniciada ya a mediados de los años cuarenta por UNESA, fue asignada a la misma ya en 1953, recibiendo la oficina el nombre oficial de Repartidor Central de Cargas ("RECA").

Los años de posguerra no estuvieron exentos de nuevos movimientos de concentración. Entre ellos cabe destacar la creación en 1943 de Fuerzas Eléctricas del Noroeste ("FENOSA") cuyo objetivo era el aprovechamiento de los ríos

Miño, Tambre y Eume. También en estos años, en concreto en 1944, se creó Iberduero, resultado de la fusión de Hidroeléctrica Ibérica con Saltos del Duero. Ya en 1946 se creó Hidroeléctrica de Cataluña.

1.3.1.3.- La década de los cincuenta

Los años cincuenta implicaron el fin del déficit energético estructural de la época anterior. Frente a la autarquía que siguió a la Guerra Civil, los años cincuenta y la apertura de la economía española al exterior implicaron elevadas tasas de industrialización y, por ende, de crecimiento económico.

A nivel eléctrico, el aperturismo permitió el acceso a la financiación necesaria para nuevas instalaciones eléctricas que permitieran acabar con el déficit endémico.

Desde el punto de vista regulatorio es importante destacar la promulgación del Decreto 1120/1960, de 2 de junio, por el que se extiende la aplicación del Decreto de 12 de enero de 1951 sobre tarifas tope unificadas de electricidad a todo el territorio nacional[42]. Dicho decreto mantenía la propiedad hasta entonces existente en el sector eléctrico (ora pública ora privada) pero procediendo a una explotación unificada del sector. Y junto a ello vino a resolver uno de los problemas que aquejaron al sector durante los años anteriores: la fijación de tarifas. Básicamente se establecía lo que se denominó Tarifas Tope Unificadas ("TTU"), un sistema único de tarifas para todo el territorio nacional que incentivó la inversión en nuevas instalaciones eléctricas a lo largo de la década.

[42] BOE nº 143, de 15 de junio de 1960. Derogado. Para un análisis detallado de dicho decreto consultar SALAS, J. (1979). "Algunas consideraciones sobre la función de las tarifas en el suministro de energía eléctrica". *Revista de administración pública* (88), pp. 361-370.

Todo ello, junto con la evolución tecnológica que permitió pasar de centrales con una potencia máxima de 25 Megavatios ("MW") en 1952 a los 140 MW de Escombreras en 1959, llevó al final de los déficits experimentados a inicios de la década.

También en esta década, y tras la quiebra y liquidación en 1951 del grupo de la *Barcelona Traction*, propietario de la empresa Riegos y Fuerzas del Ebro, se creó Fuerzas Eléctricas de Cataluña ("FECSA") para atender, junto con otras empresas, el suministro de gran parte de Cataluña y regiones limítrofes.

En Galicia, en 1955 Fenosa absorbió la Sociedad Gallega de Electricidad, convirtiéndose ya en la mayor empresa del noroeste español. En Andalucía la Compañía Sevillana de Electricidad ("Sevillana") reforzaba su posición en la región con la absorción de diversas empresas distribuidoras y mediante la fusión con Mengemor en 1952.

1.3.1.4.- La década de los sesenta

La década de los sesenta consolidó el proceso de apertura iniciado con la visita del presidente norteamericano Eisenhower a España en la década anterior. El Plan de Estabilización de 1959, junto con los posteriores Planes de Desarrollo, consolidaron las importantes tasas de crecimiento ya experimentadas en la década anterior y, como consecuencia, de la demanda eléctrica.

Los frutos del Decreto 12 de enero de 1951 y de las TTU permitieron, sin embargo, una importante expansión de las infraestructuras eléctricas que permitieron pasar de una capacidad instalada de 6.500 MW en 1960 a casi 18.000 MW a finales de la década. Y ello mediante importantes inversiones en energía termoeléctrica que propiciaron que el peso de la producción hídrica descendiera desde el 84% en 1960 a sólo un 50% en 1970. Muchas de las grandes centrales

que hoy en día siguen funcionando son de esta época, como Aldeadávila (1964) con 718 MW o José María Oriol (1970) con 915 MW. La primera central nuclear instalada en España –José Cabrera– es también de esta década. Situada en la provincia de Guadalajara se incorporó en 1968, seguida de Vandellós I y Santa María de Garoña en 1971 y 1972, respectivamente. Fue también importante en esta década la inversión en centrales que usaban como combustible el fuelóleo.

También de esta época, y en paralelo con los Planes de Desarrollo, es el Plan Eléctrico Nacional, mandatado en 1968 por el Ministerio de Industria a UNESA y aprobado en 1969, comprendiendo el periodo de 1972 a 1981. Este plan sería actualizado periódicamente hasta su absorción por los Planes Energéticos Nacionales creados a raíz de la crisis energética posterior. La planificación eléctrica desembocó en la sustitución de las TTU por un nuevo modelo tarifario (Decreto 1698/1969, de 16 de agosto, sobre nuevas tarifas eléctricas[43]) por el cual se retribuía no sólo la energía suministrada sino también la capacidad.

A nivel corporativo es importante destacar en esta década la absorción en 1965 por parte de Iberduero de Saltos del Sil. En Levante, Hidroeléctrica Española ("Hidrola") que había ido adquiriendo pequeñas sociedades, consolidó su posición en la zona castellano-manchega con la construcción de centrales en el río Tajo.

Finalmente, en el centro del país Unión Eléctrica Madrileña absorbió varias sociedades como Eléctrica de Castilla, Saltos del Alberche, Eléctrica Castellana y Saltos del Tajo, pasando a denominarse Unión Eléctrica ya en 1970, tras consolidar su posición.

[43] BOE nº 197, de 18 de agosto de 1969. Derogado.

1.3.1.5.- La década de los setenta

El principal hito de la década es la crisis energética iniciada en 1973. Si bien MARCOS FANO (2002) en su división histórica del periodo hace la separación conforme a las diferentes décadas, metodología aquí seguida, UNESA extiende el periodo anterior hasta 1973, pasando a analizar la crisis como una etapa siguiente que llega de 1973 a 1982. De 1970 a 1973 los patrones de evolución del sector en España son similares a los de la década anterior. Sin embargo, el espectacular aumento de los precios del petróleo de 1,62 dólares por barril en mayo de 1973 a 9,31 dólares en marzo de 1974, así como la subida a 35 dólares por barril en enero de 1981 marcaron la evolución del sector eléctrico a nivel mundial.

Dicho escenario tuvo sus consecuencias en la economía mundial y española. Inflación, recesión (o estancamiento en el mejor de los casos), desempleo y fuertes desajustes en las balanzas de pagos fueron el precio que hubo que pagar. Ante esta situación la respuesta internacional consistió en varias medidas:

- La sustitución del petróleo por otras materias, siendo importante en esta línea la creación en París de la Agencia Internacional de la Energía. Dentro de esta línea habría que destacar no sólo la diversificación de fuentes de energía (nuclear, carbón, etc.) sino también las políticas de ahorro energético o los intentos para acabar con las subvenciones al precio de la energía, al fomentar dichos precios un consumo poco eficiente.

- Un nuevo esfuerzo inversor para explorar nuevas zonas, y que se vio recompensado con el descubrimiento de nuevas reservas en zonas como el Mar del Norte, Alaska o Brasil.

- La elaboración de planes energéticos, tanto nacionales como supranacionales, con el objeto de orientar las políticas energéticas.

En lo que respecta al precio de la electricidad en España, antes de la crisis, y tras la reforma de 1969 (aunque vigente sólo desde enero de 1971), se implementó el llamado Sistema Integrado de Facturación de la Energía, que venía a sustituir de forma definitiva las Tarifas Tope Unificadas de 1951. Dicho sistema, ideado con anterioridad a la crisis, no permitió uno de los elementos más importantes para salir de la crisis: la adecuación de las tarifas a los costes reales de la energía. La lucha contra la inflación hizo imposible adoptar las subidas de precios eléctricos que hubiesen sido necesarias.

La sustitución del petróleo por otras tecnologías alternativas chocó con el hecho de que en los años anteriores una de las principales apuestas en el campo de la generación eléctrica había sido el fuelóleo: el parque de centrales de dicha tecnología se situaba a mediados de década en unos 8.000 MW. Incluso en los años 1973-76 la mayor parte de los grupos de generación que entraron en funcionamiento eran de fuelóleo, consecuencia de que eran proyectos contratados con anterioridad. Por lo tanto, la diversificación implicó un importante esfuerzo inversor que se plasmó en que en los años siguientes (ya entrando en la década siguiente) entrasen en funcionamiento cinco reactores nucleares con más de 4.500 MW así como catorce grupos de carbón con más de 5.000 MW. Dicho esfuerzo inversor, junto con las dificultades para acometer los incrementos de tarifa que hubiesen sido necesarios son el origen de la crisis financiera que asoló el sector en la década siguiente.

Al igual que otros países, una de las herramientas empleadas por el gobierno español para hacer frente a la crisis fueron los Planes Energéticos Nacionales ("PEN"), a los cuales España no era ajena pues ya en 1969 había sido aprobado un plan específico para el sector eléctrico. El primer Plan Energético Nacional fue el de 1975, que debido al retraso en su aplicación y a su escasa ambición (incluso tras su reforma en 1977), apenas logró los efectos deseados.

Sin embargo ya a finales de la década y ante la escasa respuesta de las medidas adoptadas anteriormente (el consumo de petróleo siguió creciendo de forma casi incontrolada entre 1973 y 1977 y las tarifas eléctricas, a pesar de ciertos aumentos seguían decreciendo en términos reales) se elaboró un segundo Plan Energético Nacional. Dicho plan, aprobado en julio de 1979, comenzó a mostrar sus frutos ya en 1980 con una reducción del consumo de petróleo en el país, en parte gracias a su menor consumo en la generación eléctrica.

En 1973 Iberduero y Saltos del Sil se fusionaron, reforzando su posición en la generación hidráulica. Hidroeléctrica Española, también en estos años reforzó su posición con la absorción en 1975 de la Compañía de Riegos de Levante y la OPA sobre la Compañía Eléctrica de Langreo ya en 1980.

1.3.1.6.- La década de los ochenta

La década de los ochenta vio la definición y adopción de las principales medidas adoptadas para reducir la dependencia energética del petróleo. Como ya vimos, los principales planes para desarrollar nuevas centrales de carbón y nucleares de la década anterior vieron en la década de los ochenta la entrada en funcionamiento de las mismas. Junto a ello hay que destacar que también la potencia hidroeléctrica se amplió hasta prácticamente el máximo técnicamente viable en ese momento en España con más de 3.000 MW en funcionamiento.

Dicho programa de inversiones llevó a un importante endeudamiento del sector que requirió de la atención de las autoridades públicas para mantener la viabilidad del mismo. Básicamente, el agresivo plan de inversiones acometido para mejorar el "*mix*" de generación en los años anteriores fue financiado por recursos ajenos y, ante la estrechez del mercado de deuda en pesetas, gran parte del endeudamiento se llevó a cabo en divisas, dólares americanos principalmente. En esta situación de alto endeudamiento en dólares, la evolución negativa de la peseta frente a la divisa americana, los altos tipos de interés y la elevada inflación del país tuvieron un efecto muy negativo sobre la solvencia financiera del sector[44].

Situación patrimonial del sector eléctrico 1981-1990

	1981	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990
Gastos financieros/Margen bruto	55%	62%	63%	62%	67%	63%	63%	55%	55%	53%
Recursos ajenos/Recursos propios	0,85	1,18	1,13	1,36	1,49	1,61	1,61	1,56	1,46	1,47
Cash-flow libre/Inversión activo fijo	-5%	-8%	-14%	-11%	0%	12%	21%	59%	73%	92%

Fuente: RIVERO (1993)

Para abordar esta situación la Administración y el sector alcanzaron en 1983 lo que se llamó el Primer Protocolo[45], basado en los siguientes elementos:

- Compromiso del gobierno de fijar una política de tarifas que garantizase la remuneración de los capitales invertidos. En este sentido los reales decretos posteriores que establecieron las tarifas eléctricas fijaron porcentajes de la remuneración que las empresas debían destinar a sanear sus cuentas. También en estos años y

[44] Para un análisis pormenorizado de la evolución financiera del sector en la década de los ochenta puede consultarse RIVERO, P. (1993). "El sector eléctrico español en el entorno europeo". *Cuadernos de relaciones laborales* (2), pp. 131-140. Para entender la regulación eléctrica que se siguió a la muerte del General Franco y las influencias que recibió de la situación de las principales empresas del sector y de su interacción con el nuevo poder político que resultó de la Transición, es también interesante GARRUÉS, J. (2008). "Las eléctricas españolas ante la regulación «tradicional»: poder de mercado vs. poder regulador, 1973-1992". *IX Congreso de la Asociación Española de Historia Económica.* Murcia.

[45] Primer protocolo de acuerdo sobre la nacionalización de la Red de Alta Tensión.

dentro de esta misma línea se estableció un nuevo mecanismo de compensaciones inter-empresas.

- La nacionalización de la Red de Alta Tensión, garantizando el gobierno que sería la única expropiación del sector, «quedando garantizada a las actuales empresas la propiedad y gestión del mismo» (Principio III del primer protocolo de acuerdo sobre la nacionalización de la Red de Alta Tensión)[46]

- La revisión del Plan Energético Nacional, aprobándose en marzo de 1994 el llamado PEN de 1983, que cerró el importante plan inversor de la década anterior y buscaba reducir el endeudamiento del sector.

Otro aspecto importante dentro de esta misma línea de re-estructuración/saneamiento del sector fue el ambicioso programa de intercambio de activos acordado por todos los agentes ya en 1985 que afectó a activos con un valor cercano al billón de pesetas y afectó a cerca de 7000 MW. En 1993 se volvió realizar un nuevo intercambio de activos si bien por importes muy inferiores a los de 1985.

En 1986 se firmó el llamado Segundo Protocolo Eléctrico[47] que tenía como uno de sus objetivos básicos la reducción de costes y la elaboración de una nueva política tarifaria. En este sentido, fue crítica la delicada situación financiera de FECSA, que tuvo que dejar de repartir dividendos –elemento fundamental de la remuneración al accionista del sector eléctrico–, y tuvo que afrontar un importante plan de saneamiento. Dicho plan contó con la ayuda no sólo de los

[46] El miedo a un posible programa de nacionalizaciones en el sector eléctrico no fue baladí a inicios de los años ochenta. El crecimiento del partido socialista, que finalmente alcanzaría el gobierno en 1982 hacía temer al sector por este escenario. Al respecto puede leerse la prensa de la época como, por citar un ejemplo, HUMANES, C. (28 de febrero de 1982). "El proceso de concentraciones en el sector eléctrico, pendiente de la difícil situación de Iberduero en Euskadi". *El País.*

[47] Segundo protocolo de acuerdo sobre el programa de actuación a medio plazo del sector eléctrico.

gobiernos central y autonómico sino del resto de empresas del sector ante el riesgo de que la situación de FECSA llevase a un endurecimiento de las condiciones de crédito para todo el sector.

Esta situación llevó en 1987 a un nuevo acuerdo entre todo el sector y la Administración para la implementación de un nuevo sistema tarifario, el denominado Marco Legal y Estable (MLE) que permitiese dar salida al problema de exceso de capacidad que asolaba el sector en un entorno de demanda inferior al inicialmente previsto. El nuevo mecanismo estaba basado en un sistema que permitía la recuperación total de las inversiones con base en unos valores del activo fijo neto que serían los que tendrían que ser remunerados, recibiendo su amortización así como una retribución financiera. Los costes, tanto en la actividad de generación como de producción, serían recuperados con base a valores estándar[48].

De cara a analizar la creación de Red Eléctrica de España ("REE") en 1985, es importante no sólo ver el acuerdo para la nacionalización de la red de alta tensión sino también la evolución de la explotación unificada del sistema eléctrico nacional. Dicha función había estado desde sus orígenes incardinada en UNESA a través de la gestión del RECA. En 1980, a la luz del Plan Energético Nacional de 1979, RECA se transformó en el Centro de Control Eléctrico ("CECOEL"), disponiéndose que la gestión del mismo se realizase a través de una nueva sociedad, la Asociación de Empresas para la Explotación del Sistema Eléctrico ("ASELECTRICA")[49], bajo la supervisión del Delegado del Gobierno.

[48] Mucho se ha escrito sobre la eficacia del Marco Legal y Estable. UNESA (2005) considera que «el MLE fue bien acogido por el sector. Las críticas que éste formuló posteriormente fueron dirigidas, más que al sistema en sí, al reparto que hacía de la tarifa entre las diferentes empresas». OCAÑA, C. y ROMERO, A. (1997). "La organización del sector eléctrico español: regulación, desregulación y competencia". *Ekonomiaz: Revista vasca de economía* (37), pp. 54-79 dirigieron sus críticas no a su funcionamiento ya que «el MLE ha tenido éxito al permitir al sector eléctrico superar su crisis financiera», sino a la falta de competencia ya que «con el MLE no existe competencia entre empresas y no se proporcionan los incentivos adecuados para reducir los precios».

[49] ASELECTRICA estaba formada por las empresas del sector con presencia en las actividades de transporte, distribución y generación, siendo gestionada por un consejo rector en el que también se sentaba UNESA. El Delegado del Gobierno tenía derecho de veto sobre las decisiones de dicho consejo.

Dicha potestad de ASELECTRICA fue meramente transitoria ya que en 1985 se creó la nueva empresa Red Eléctrica de España, Sociedad Anónima que tenía por objeto social «la gestión del servicio público de explotación unificada del sistema eléctrico nacional a través de la red de transporte de alta tensión».[50] Fue por tanto REE quién desde 1985 asumió la propiedad y gestión del CECOEL, desapareciendo ASELECTRICA.

Otro tema relevante en la década de los años ochenta fue la moratoria nuclear y la respuesta que se dio desde un punto de vista financiero. El PEN de 1983 excluía la puesta en marcha de cinco grupos nucleares cuyas obras ya habían sido iniciadas: Lemóniz (2 grupos), Valdecaballeros (2) y Trillo 2. Si bien el propio plan establecía ciertas condiciones que podrían llevar a la puesta en funcionamiento de alguno de estos grupos (básicamente un aumento de la demanda eléctrica), dichos grupos quedaron efectivamente paralizados. La Orden Ministerial del 14 de octubre de 1983 permitió que un porcentaje fijo de la tarifa eléctrica hasta el año 2007 fuese destinado a compensar a los promotores de dichas centrales. Posteriormente, ya en la década siguiente la LOSEN vendría a dar una solución definitiva a la moratoria nuclear.

Desde el punto de vista corporativo, en esta década es importante resaltar, junto con la ya mencionada creación de REE –en la que el Estado mantenía la mayoría del capital social, si bien las empresas del sector mantenían importantes participaciones en proporción a las aportaciones de activos que cada una de ellas había hecho a la nueva empresa–, la creación del grupo Endesa mediante la adquisición de las acciones que el Instituto Nacional de Industria ("INI") mantenía en las empresas Enher, Unelco, Empresa Carbonífera del Sur

[50] Real Decreto 91/1985, de 23 de enero, por el que se constituye la Sociedad Estatal Red Eléctrica de España. (BOE nº 24, de 28 de enero de 1985).

("Encasur") y GESA[51]. En 1988 se produjo la primera fase de privatización de Endesa mediante una Oferta Pública de Venta ("OPV") por la que el Estado redujo su participación al 75,59% del capital.

Adicionalmente, es importante mencionar la batalla, a finales de 1982 y en 1983, entre el Banco Santander e Iberduero por hacerse con el control de Electra de Viesgo, siendo la institución financiera la que finalmente se hizo con el control de la pequeña empresa cántabra. Esta operación es relevante para el objeto de este trabajo, al ser un claro ejemplo de cómo lo acaecido en el sector eléctrico vino a modificar la evolución de la legislación de OPAs. En este sentido hay que interpretar las palabras de SÁNCHEZ CALERO (2009) al considerar, con respecto a la reforma en 1984 de la legislación de OPAs de 1980 que «la OPA lanzada en 1982 por un banco nacional sobre una compañía eléctrica, que compitió con la presentada por otra compañía eléctrica de mayor importancia, puso de manifiesto las deficiencias del régimen de esa disposición de 1980 en relación con las ofertas competidoras».[52]

1.3.2.- Desde 1990 hasta nuestros días: punto de partida

Llegados a este punto es importante recapitular para entender en qué situación inicia el sector eléctrico la década de los años noventa, que es, hasta el año 2007, el objeto de este estudio. A grandes rasgos cabe ver un sector con las siguientes características:

- Sale de una difícil situación financiera provocada por las fuertes inversiones acometidas desde finales de los años setenta hasta mediados de los años ochenta, en gran medida financiadas por

[51] Dicha reestructuración continuaría en la década siguiente con nuevas adquisiciones y nuevas fases de privatización, como se analizará en el capítulo siguiente.

[52] SÁNCHEZ CALERO, F. (2009). "Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)". Madrid: Civitas.

recursos ajenos y en divisa extranjera ante la poca profundidad del mercado crediticio en moneda local (pesetas).

- Exceso de capacidad al venir las nuevas inversiones en centrales nucleares, hidráulicas y de carbón a reemplazar las todavía nuevas centrales de fuelóleo instaladas a inicios de los años setenta. Dicha situación se ve agravada por crecimientos modestos de la demanda.

- Un sector altamente regulado (planificación centralizada y explotación unificada), si bien mediante grandes acuerdos sectoriales que tienen como fin mejorar la delicada situación financiera del sector. A pesar de ello, existe una clara conciencia de las tendencias liberalizadoras, tanto desde un punto de vista puramente teórico como práctico, estando la liberalización energética en la agenda de los reguladores europeos.

- Al contrario que en gran parte de los países de nuestro entorno, una importante presencia del capital privado en el sector. Sólo el grupo Endesa (REE puede ser considerada un caso diferente debido a sus especificidades) es de capital público, si bien en 1990 el Estado ya había iniciado la privatización que culminó en el año 1998.

- En un proceso de continua concentración con grandes grupos ya claramente definidos: el grupo Endesa, de titularidad pública y que fue creciendo mediante la adquisición/absorción de empresas más pequeñas de generación (su actividad principal) y de distribución (actividad en la que el grupo deseaba crecer para llegar a una situación de equilibrio entre generación y suministro de electricidad); Unión Eléctrica Fenosa, centrada en Galicia y el centro peninsular; e Iberduero, ya a punto de integrarse con Hidroeléctrica Española para crear Iberdrola.

1.3.3.- El Plan Energético Nacional 1991 y la Ley de Ordenación del Sistema Eléctrico Nacional

Es en esta situación descrita anteriormente en la que se inicia el proceso de liberalización del sector eléctrico español.

Con dichos elementos, el Ministerio de Industria desarrolló el que sería el último Plan Energético Nacional hasta la fecha, el PEN 1991-2000. De carácter básicamente indicativo, preveía ya un aumento importante de la demanda (3,4% anual) pero minimizaba las inversiones previstas en generación, considerando que la extensión de la vida útil de parque existente y la mayor contribución de autogeneradores y fuentes renovables (lo que se daría en llamar «régimen especial») vendrían a ser suficientes para cubrir la demanda. Gran parte de las inversiones de la década, por tanto, deberían destinarse a mejorar las redes tanto de distribución como de transporte.

En 1994 se promulgó la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de ordenación del Sistema Eléctrico Nacional[53] ("LOSEN"), primer paso de un largo proceso liberalizador. Dicha ley propugnó la creación de dos sistemas paralelos, el llamado sistema eléctrico integrado, básicamente regulado, junto con el denominado sistema independiente, en régimen de libre competencia. Era un sistema dual a través del cual, partiendo de un sistema integrado regulado pero llamado a perder importancia gradualmente, se creaba un espacio para la competencia, el sistema independiente, llamado a crecer a costa del sistema

[53] BOE nº 313, de 31 de diciembre de 1994. Derogada.

integrado. La LOSEN creó la Comisión del Sistema Eléctrico Nacional, embrión de la futura Comisión Nacional de la Energía ("CNE").

Si bien el tema de la moratoria nuclear ya había sido afrontado en la década anterior, la LOSEN paralizó de forma definitiva la construcción de los grupos que estaban paralizados y compensó a las compañías con un porcentaje de la tarifa durante un máximo de 25 años, permitiendo la titulización de dichos ingresos. La titulización, novedosa en aquel entonces, fue un instrumento recurrente en años posteriores dentro del sistema eléctrico español.

Sin embargo poco se puede decir de los efectos de la LOSEN ya que el cambio de gobierno en el país propició una nueva ley eléctrica que fue promulgada ya en 1997 y que apenas permitió vislumbrar los efectos que la LOSEN podría haber mostrado. Sus dos principales aportaciones, siguiendo a ANES, FERNÁNDEZ y TEMBOURY (2001)[54], habrían sido el «haber reunido en una norma jurídica única con rango de ley, la regulación eléctrica dispersa y haber introducido en el juego de relaciones del sector una entidad independiente de vigilancia y control».

1.3.4.- La Ley del Sector Eléctrico

El hito principal en la liberalización del sector eléctrico español fue la promulgación en 1997 de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico. Dicha ley. Al igual que gran parte de la regulación anterior fue fruto del acuerdo previo entre el sector y la Administración.

[54] ANES, G., FERNÁNDEZ, S. y TEMBOURY, J. (2001). "*Endesa en su historia (1944-2000)*". Madrid: Fundación Endesa.

La LSE fue el fruto del acuerdo firmado por el gobierno con Endesa, Iberdrola, FECSA, Sevillana, Unión Fenosa y, posteriormente, Hidroeléctrica del Cantábrico a finales de 1996: el Tercer Protocolo Eléctrico[55]. Dicho protocolo estableció las bases para la liberalización del sector que se plasmarían el año siguiente en la LSE y cuyos elementos principales eran :

- Separación entre actividades reguladas (transporte y distribución) y no reguladas (generación y comercialización).

- En el campo de la generación se abandona la planificación a favor de la libertad de instalación sujeta a autorización administrativa. El funcionamiento de las centrales pasa a estar basado en los precios ofertados por sus propietarios con base en un mercado mayorista ("*pool*").

- Las actividades reguladas, transporte y distribución, son consideradas monopolio natural pero se establece un derecho de acceso a terceros con base en tarifas y peajes fijados administrativamente. La remuneración de ambas actividades sigue siendo fijada administrativamente.

- La actividad de comercialización, propia de un sistema competitivo, está plenamente reconocida y liberalizada, si bien por el lado de los clientes existen ciertas limitaciones ya que sólo los grandes clientes pueden en un primer momento salirse del sistema de tarifas (regulado) para negociar con comercializadores precios diferentes a los de las tarifas. Sin embargo gradualmente se establece un calendario que permita que dicha «elegibilidad» sea ampliable a todo el mercado en el año 2003 (si bien este calendario fue modificado en diversas ocasiones con posterioridad).

[55] Tercer protocolo de acuerdo sobre el establecimiento de una nueva regulación del sistema eléctrico nacional.

- La explotación del sistema eléctrico nacional deja de ser un servicio público de titularidad estatal, pasando a privatizarse REE. Sin embargo se imponen limitaciones a su estructura accionarial[56].

1.3.5.- Principales problemas del sector eléctrico: El Libro Blanco

A lo largo de más de 10 años desde la promulgación de la LSE diversos problemas importantes fueron aflorando. Baste destacar entre ellos[57]:

- El pago de los Costes de Transición a la Competencia ("CTCs"), cuyo discutible calculo y forma de reparto entre las diferentes compañías del sector, así como su relación con los déficits de tarifa dieron lugar a diversas polémicas tanto entre compañías como entre las compañías y el regulador.

- Déficit de tarifa: Los aumentos de los costes de la generación inducidos por el aumento del coste de los combustibles o por la internalización de los costes del CO_2, no repercutidos a los consumidores finales mediante los correspondientes aumentos de la

[56] Según el artículo 34.1 de la LSE: «Actuará como operador del sistema una sociedad mercantil de cuyo accionariado podrá formar parte cualquier persona física o jurídica siempre que la suma de su participación directa o indirecta en el capital de esta sociedad no supere el 10 por 100. Asimismo, la suma de participaciones, directas o indirectas, de los sujetos que realicen actividades en el sector eléctrico no deberá superar el 40 por 100, no pudiendo sindicarse estas acciones a ningún efecto».

Y según la Disposición Transitoria Novena de la LSE «Red Eléctrica de España, Sociedad Anónima, ejercerá las funciones atribuidas en la presente Ley al operador del sistema y al gestor de la red de transporte. La adecuación de las participaciones sociales a lo dispuesto en el artículo 34.1 deberá realizarse en el período de seis meses desde la entrada en vigor de la Ley, mediante la transmisión de acciones o, en su caso, de derechos de suscripción preferente. Dentro del plazo citado deberán modificarse los estatutos sociales para introducir la limitación de participación máxima establecida en dicho artículo. La limitación de la participación máxima a que se refiere el artículo 34.1 no será aplicable a la participación correspondiente a la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales ("SEPI"), que mantendrá una participación en el capital de "Red Eléctrica de España, Sociedad Anónima", de, al menos, el 25 por 100 hasta el 31 de diciembre del año 2003, manteniendo posteriormente, en todo caso, una participación del 10 por 100».

[57] En páginas posteriores hay un capítulo dedicado a las principales críticas a la liberalización del sector eléctrico español.

tarifa eléctrica fueron dando lugar a grandes deudas del sistema con las compañías eléctricas, acreedores de dicho déficit, cuya recuperación implicaba importantes aumentos de las tarifas cuyo coste político era difícilmente asumible por el gobierno de turno.

- Kyoto: El Protocolo de Kyoto dio lugar a importantes cambios en el proceso de formación de los precios eléctricos de generación debido a su coste y al mayor consumo de derechos de emisión en las centrales de carbón o de fuel que en las centrales de ciclo combinado, o a la no emisión de CO_2 en las centrales hidroeléctricas o nucleares.

- Los aumentos del coste marginal de la generación debido a los ya mencionados aumentos en el coste de los combustibles así como por la internalización de los costes de los derechos de emisión de CO_2 llevaron a tecnologías cuyos costes no dependían de ambos factores a elevar sus márgenes de forma significativa. Es lo que se ha venido denominando por su notación anglosajona, "*windfall profits*".

- Falta de competencia en el sector eléctrico: El reducido número de operadores tras el proceso de concentración vivido en los últimos años, junto con la debilidad de las interconexiones con Portugal y, sobre todo, con Francia, hicieron dudar tanto a usuarios como al regulador e incluso al mundo académico de que el mercado eléctrico español estuviese dando lugar a la formación de precios realmente eficientes.

- Competencia tarifa regulada/precios de mercado: Uno de las principales barreras para el correcto funcionamiento del mercado liberalizados fue la existencia de un sistema de tarifas que, por su propia génesis, al no incorporar los precios de generación reales del sistema, sino precios muy por debajo de los mismos (consecuencia

> del déficit de tarifa) hicieron imposible la competencia. Básicamente es posible afirmar que la tarifa estuvo altamente subvencionada (a costa de un déficit de tarifa que habría que pagar en años posteriores). Y, como consecuencia, los comercializadores de energía en el mercado liberalizado no podían competir contra la propia tarifa regulada fijada por el gobierno.

Tras la llegada al poder en marzo del año 2004 de un nuevo gobierno socialista, el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio decidió encargar al profesor Pérez Arriaga la elaboración de un Libro Blanco sobre la reforma del marco regulatorio de la generación eléctrica en España ("Libro Blanco"), con el objeto de diagnosticar los principales problemas detectados en el sistema eléctrico así como proponer las soluciones que fuesen necesarias.

Dicho Libro Blanco fue finalmente publicado el 30 de junio de 2005. A pesar de la expectativa que un trabajo de la envergadura del desarrollado por el profesor PÉREZ ARRIAGA y su equipo de colaboradores del Instituto de Investigación Tecnológica ("IIT"), de la Universidad Pontificia de Comillas, a día de hoy es posible considerarlo un esfuerzo hasta cierto punto baldío. Tras su publicación, el relieve que se le dio al mismo por parte de aquellos que lo habían encargado (básicamente el gobierno) fue escaso. No es de extrañar si se tiene en cuenta que al mismo tiempo se estaba preparando la oferta de Gas Natural para comprar Endesa, que fue anunciada el 5 de septiembre de 2005 (es decir, apenas dos meses después de la publicación del Libro Blanco, que propugnaba un aumento del número de operadores y no una disminución). A pesar de ello, dicho documento puede ser considerado, con ARIÑO (2006)[58] «un extraordinario documento en el que se contiene el más riguroso y completo análisis del sector eléctrico que se ha hecho hasta ahora en España».

[58] ARIÑO, G. (2006). "El sector eléctrico: ¿dónde estamos? ¿a dónde vamos?". En ARIÑO, G. (Dir.), "*Energía en España y desafío europeo. Seguridad, concentración empresarial, competencia, regulación*" (pp. 261-297). Granada: Biblioteca Comares de ciencia jurídica. Fundación de Estudios de Regulación.

Los principales puntos críticos analizados por el Libro Blanco fueron los siguientes:

- «una estructura de mercado inadecuada para soportar una verdadera competencia;

- un precio de mercado de la energía que en realidad tiene escasa relevancia;

- una necesidad de armonización regulatoria con Portugal para poder constituir el Mercado Ibérico de Electricidad ("MIBEL");

- una estructura tarifaria que ignora el precio de mercado de la energía, que compite con la actividad de comercialización y que apenas envía señales económicas al consumo;

- un procedimiento de garantía de potencia costoso y que muy poco garantiza;

- un mecanismo de recuperación de los CTC que introduce distorsión en el mercado, que presenta serias ambigüedades en su aplicación y que no parece haber resuelto bien el deseable equilibrio entre consumidores y empresas en el largo plazo;

- un mercado minorista entorpecido por las barreras creadas por una insuficiente separación entre la distribución y la comercialización libre, así como por la competencia de la tarifa integral;

- una red de transporte que tiene que dar respuesta a una avalancha de solicitudes de acceso pero cuyo necesario desarrollo está dificultado por trabas administrativas, restricciones

medioambientales y políticas, incertidumbre respecto a la firmeza de intención de los solicitantes y la ausencia de señales económicas de localización;

- una operación del sistema que tiene que incorporar crecientes cantidades de generación no gestionable sin contar con los recursos físicos y normativos para ello;

- y finalmente, un país con un modelo energético insostenible, que necesita un plan global para integrar las distintas líneas de actuación y las decisiones de política energética que es necesario comenzar a implantar cuanto antes».

Ante tales problemas y tras un análisis exhaustivo de la mayoría de ellos, el Libro Blanco proponía una importante batería de medidas destinadas a corregirlos: mitigación del poder de mercado efectivo de los operadores a un máximo del 18%, ya fuese mediante ventas de activos voluntarias, subastas virtuales de energía, contratos a largo plazo o contratos virtuales de energía; tarifas eléctricas vinculadas al precio real de la energía; eliminación gradual de las tarifas; medidas para acabar con la distorsión introducida por los CTCs, señales económicas para una ubicación de las nuevas centrales de generación en los puntos de la red donde menos distorsión o sobrecarga provoquen; y otras muchas medidas destinadas a mejorar el sistema de libre competencia introducido en 1998.

Como ya hemos dicho, uno de los principales problemas considerados por el Libro Blanco fue el de la excesiva concentración del sector, para lo que proponía reglas simples de limitación de la concentración. Sin embargo, la OPA lanzada por Gas Natural sobre Endesa el 5 de septiembre de 2005 y el indisimulado apoyo que el gobierno brindó a Gas Natural a lo largo de todo el proceso muestran como el gobierno prefirió optar una vez más no por un sector eléctrico con más operadores sino por reforzar el papel de las principales

empresas del sector mediante la creación de dos grupos, Gas Natural, que pasaría a controlar Endesa, e Iberdrola, que vería su tamaño notablemente reforzado mediante la compra de los activos que Gas Natural pensaba poner a la venta para financiar la adquisición y para cumplir con las medidas que las autoridades competentes pudiesen requerirles en términos de competencia.

1.3.6.- Movimientos corporativos: 1990-2007

Debido al objeto de este trabajo, es importante destacar todos los movimientos corporativos que se han producido desde 1990 hasta el año 2007, siendo la primera gran operación excluida dentro del objeto de esta tesis doctoral la compra de Unión Fenosa por Gas Natural, anunciada en 2008 y completada ya en 2009:

- 1991: Integración por mutuo acuerdo de Hidroeléctrica Española e Iberduero (instrumentada a través de una OPA), para la constitución de Iberdrola.

- 1991: Endesa adquiere:
    - 87,6% de Electra de Viesgo (mediante una OPA).
    - 40% de FECSA (mediante OPA).
    - 33,5% de Sevillana de Electricidad (mediante OPA).
    - 24,9% de Saltos del Nansa.

- 1992: Endesa eleva su participación en Saltos del Nansa al 37,5% en una OPA lanzada juntamente con Unión Eléctrica Fenosa por el 75% de la compañía a requerimiento de la CNMV.

- 1993: Endesa adquiere el 55% de Hidroeléctrica de Cataluña.

- 1994: Endesa lanza una nueva OPA por Saltos del Nansa para comprar el 37,5% en poder de Unión Eléctrica Fenosa, alcanzando finalmente el 83,9% del capital.

- 1994: 2ª OPV de Endesa por la que el Estado reduce su participación del 75.59% al 66,89%[59].

- 1996: Endesa llega al 75% en el capital de FECSA y de Sevillana de Electricidad mediante sendas OPAs.

- 1997: 3ª OPV de Endesa por la que el Estado vende un 25,7% del capital, reduciendo su participación al 41,19%.

- 1998: Endesa amortiza con cargo a reservas el 8,19% de su capital, por lo que la participación del Estado pasa a ser del 33%.

- 1998: 4ª OPV de Endesa por la que el Estado reduce su participación al 2,9%, tras no ejercerse el "*greenshoe*" por parte de los bancos colocadores.

- 1999: Endesa aprueba la fusión por absorción de sus participadas: Sevillana, FECSA, Enher, ERZ, GESA, Unelco, Viesgo y Saltos del Nansa.

- 1999: OPV de REE por la que el Estado reduce su participación en un 31,5%.

[59] La primera Oferta Pública de Venta de Endesa se realizó en 1988 con la venta por parte del INI de un 24,38% del capital de Endesa.

- 2000: OPA de *Texas Utilities* por Hidroeléctrica del Cantábrico, retirada con posterioridad, tras el anuncio de la oferta de Unión Fenosa.

- 2000: OPA de Unión Eléctrica Fenosa sobre Hidroeléctrica del Cantábrico. Fue vetada al considerar el gobierno que disminuía el número de agentes de producción eléctrica.

- 2001: OPA de Ferroatlántica (apoyada por la eléctrica alemana *Energie Baden-Wurttemberg AG* ("EnBW"), filial de la francesa EDF) para adquirir el 25% de Hidroeléctrica del Cantábrico.

- 2000: Endesa e Iberdrola plantean una fusión amistosa que fue abortada 6 meses después debido a las importantes condiciones impuestas por el gobierno.

- 2001: Constitución de ENEL-Viesgo.

- 2001: EDP, junto con Caja de Ahorros de Asturias ("Cajastur") formulan una OPA (competidora de la lanzada anteriormente por Ferroatlántica).

- 2001: *RWE AG* ("RWE") formula una OPA sobre Hidroeléctrica del Cantábrico mientras que Ferroatlántica mejora su oferta anterior. RWE retira finalmente su oferta y Ferroatlántica gana la batalla obteniendo un 59,5% del capital de Hidroeléctrica del Cantábrico.

- 2002: OPA de exclusión de Hidroeléctrica del Cantábrico.

- 2002: Gas Natural vende a través de una OPV el 59,1% del capital de Enagas.

- 2003: Gas Natural lanza una OPA por el 100% de Iberdrola que fue abortada por la CNE con base en el posible riesgo que dicha operación podría ocasionar sobre la inversión en redes de gas y electricidad.

- 2003: Endesa, Iberdrola, Unión Fenosa e Hidroeléctrica del Cantábrico reducen mediante OPV su posición en REE en un 28%.

- 2005: OPA de Gas Natural por Endesa.

- 2005: Actividades de Construcción y Servicios, S.A. ("ACS") compra el 22% de Unión Fenosa al Banco Santander.

- 2005: ACS lanza una OPA parcial para adquirir un 10% adicional de Unión Fenosa y llegar al 35%.[60]

- 2006: E.ON presenta una oferta competidora por Endesa.

- 2006: Acciona compra un 10% de Endesa en el mercado bursátil que posteriormente aumentará al 20%.

- 2007: Gas Natural desiste de su oferta. Posteriormente, ENEL adquiere un 10% de Endesa y mediante derivados eleva su participación se eleva al 24,98%. Finalmente ENEL, Acciona y E.ON llegan a un acuerdo por el cual la empresa germana, a pesar de seguir adelante con su OPA, desiste de tomar el control de Endesa a cambio de determinados activos. ENEL y Acciona lanzan una OPA final tras la cual logran el control del grupo Endesa.

[60] Es importante señalar cómo con posterioridad a esta OPA, ACS continuó comprando acciones de Unión Fenosa en el mercado hasta llegar al 45,5% del que era propietaria en 2008, en el momento en el que se vendió este paquete a Gas Natural.

Debido a su complejidad, es preciso analizar con mayor detalle alguna de las operaciones corporativas anteriormente citadas:

1.3.6.1.- La creación del grupo Endesa[61]

Como ya hemos visto, una de las principales características del sector eléctrico español ha sido el fuerte peso del sector privado a lo largo de toda su historia. Empresa Nacional de Electricidad, S.A.[62] fue constituida el 18 de noviembre de 1944. En plena posguerra el gobierno quería emplear el carbón nacional en las centrales termoeléctricas con el objeto de disminuir su dependencia de las centrales hidroeléctricas, que introducían un factor de riesgo en el sistema debido a las dificultades para predecir su producción. Junto con Endesa, encargada en un primer momento de instalar una central térmica de carbón en la localidad leonesa de Ponferrada, el gobierno había creado ya en 1942 la Empresa Nacional Calvo Sotelo con el mismo objetivo anteriormente citado. Otra empresa pública creada en esta época fue Empresa Nacional Hidroeléctrica del Ribagorzana, S.A. El accionariado de dichas sociedades pertenecía al Instituto Nacional de Industria.

Endesa fue creada como empresa puramente generadora y así las empresas distribuidoras compraban la energía por ella generada, ya fuese mediante contrato, como el que estuvo en vigor desde 1974 hasta 1988, ya mediante un sistema tarifario integrado como el establecido posteriormente por el Marco Legal Estable.

Sin embargo, el primer hito que llevaría a la creación de un gran grupo integrado verticalmente y con gran presencia internacional se dio en 1983, poco después de la firma del Primer Protocolo, cuando el gobierno constituyó el grupo

[61] En la elaboración de este capítulo ha sido clave ANES, G., FERNÁNDEZ, S. y TEMBOURY, J. (2001). "*Endesa en su historia (1944-2000)*". Madrid: Fundación Endesa.

[62] Su denominación social pasó a ser Endesa, S.A. el 25 de junio de 1997 por acuerdo de la Junta General de Accionistas.

Endesa con la adquisición de las acciones propiedad del entonces Instituto Nacional de Industria en las compañías Enher, GESA, Unelco y Encasur.

Como ya hemos analizado, el sector a inicios de los años ochenta se encontraba en una situación delicada tras haber acometido un importante plan de inversiones en la década anterior, financiado fundamentalmente con deuda. La situación se había visto agravada por una situación macroeconómica y cambiaria desfavorable.

Dentro del sector público el INI contaba con dos grandes empresas, Endesa, saneada financieramente y Enher, excesivamente endeudada. Ello llevó a analizar la posible fusión de ambas empresas. Sin embargo, la idea de reestructurar el INI sectorialmente culminó con el desarrollo de otra solución: la creación de un "*sub-holding*" dentro del INI especializado en el sector eléctrico que tuviese como cabecera a Endesa y por debajo al resto de empresas propiedad del INI. Por tanto, no habría fusión sino aportación a Endesa de las acciones del INI, que eran básicamente:

- El 85,41% del capital de Enher[63].
- El 92,84% de GESA.
- El 99,47% de Unelco.
- El 50,00% de Eneco.
- El 6,50% de Unión Fenosa.
- El 71,34 de Encasur.

[63] Enher a su vez era detentora del 20,24% del capital de Eléctricas Reunidas de Zaragoza, S.A. (ERZ).

Dicha aportación fue autorizada por el Acuerdo del Consejo de Ministros de 3 de agosto de 1983. El precio total pagado por Endesa fue de 72.255 millones de pesetas (452 millones de euros) y de conformidad con la legislación vigente, no fue necesaria ninguna oferta pública de adquisición sino que se realizó mediante aplicaciones en el mercado bursátil.

La creación del grupo Endesa venía a poner cierto remedio a lo que podía convertirse en un riesgo para la compañía: su excesiva exposición a la actividad de generación eléctrica frente a unas empresas «competidoras» integradas verticalmente. Los años siguientes, junto a una mayor especialización, el grupo Endesa buscó equilibrar su balance entre generación y distribución mediante el aumento del peso de esta última actividad.

La primera oportunidad tras la creación del grupo se produjo con el primer intercambio de activos a finales de 1985. En dicho intercambio el grupo Endesa apenas creció en el lado de la distribución. Su función consistió básicamente en la compra de activos de su filial Enher para sanear las cuentas de esta última y financiar, desde la matriz, el programa de inversiones de la filial.

Desde el punto de vista de la distribución, quizá lo más destacado sea la compra de acciones de ERZ provenientes de FECSA y de Iberduero. Dichas participaciones eran de un 42,42%, que sumadas al 20,24% que ya estaban en propiedad del grupo Endesa, llevaron al mismo a tomar el control de la compañía. A su vez, su filial, Enher, adquirió de FECSA varias zonas de distribución en Cataluña y Aragón.

Primer intercambio de activos

ACTIVO	VENDEDOR	COMPRADOR
Centrales nucleares:		
Almaraz I y II	Unión Eléctrica Fenosa (16,66%)	Iberduero
	Unión Eléctrica Fenosa (2,68%)	Hidroeléctrica Española*
	Unión Eléctrica Fenosa (2,68%)	Sevillana
Trillo I	Unión Eléctrica Fenosa (33,50%)	Iberduero
	Endesa (13,00%)	Iberduero
	Endesa (7,00%)	Hidroeléctrica del Cantábrico
Ascó I	FECSA (40,00%)	Endesa
Ascó II	Enher (40,00%)	Endesa
Vandellós II	Enher (54,00%)	Endesa
	FECSA (8,00%)	Endesa
	Hidroeléctrica del Segre (10,00%)	Endesa
Centrales térmicas:		
Anllares	Unión Eléctrica Fenosa (33,33%)	Endesa
Litoral de Almería	Endesa (33,33%)	Sevillana
Centrales hidráulicas:		
Prada	Unión Eléctrica Fenosa (100,00%)	Endesa
Porto	Unión Eléctrica Fenosa (100,00%)	Endesa
San Agustín	Unión Eléctrica Fenosa (100,00%)	Endesa
San Esteban	Unión Eléctrica Fenosa (100,00%)	Endesa
Eume	Unión Eléctrica Fenosa (100,00%)	Endesa
Instalaciones de distribución:		
En Ávila y Madrid	Unión Eléctrica Fenosa	Iberduero
En León y Palencia	Unión Eléctrica Fenosa	Iberduero
En Asturias	Unión Eléctrica Fenosa	Hidroeléctrica del Cantábrico
En Lugo	Iberduero	Unión Eléctrica Fenosa
En Aragón y Cataluña	FECSA	Enher
Terrenos:		
En Almaraz	Hidroeléctrica Española	Unión Eléctrica Fenosa
En Almaraz	Hidroeléctrica Española	Sevillana
En Vandellós	Enher	FECSA
En Vandellós	Enher	Hidroeléctrica del Segre
En Ascó	FECSA	Enher
En Ascó	FECSA	Hidroeléctrica del Segre
En Ascó	FECSA	Hidroeléctrica de Cataluña
Acciones:		
475.000 de Guadisa	Unión Eléctrica Fenosa	Sevillana
3.350.415 de ERZ	Iberduero	Endesa
3.091.985 de ERZ	FECSA	Endesa
335.800 de Pucarsa	Endesa	Sevillana

(*) Previamente a la operación de intercambio de activos, pero ya dentro del Plan de Saneamiento del Sector y como parte de dicho intercambio, Hidroeléctrica Española había adquirido el 80% del capital de Hidroeléctrica de Cataluña mediante una OPA realizada entre diciembre de 1984 y enero de 1985.

Fuente: UNESA (2005)

Un tercer hito fue la creación de Red Eléctrica de España, S.A. como sociedad encargada de la explotación unificada del Sistema Eléctrico Nacional. Ya hemos explicado en capítulos precedentes los motivos que llevaron a la creación de REE. Baste ahora explicar que la Ley 49/1984, de 26 de diciembre, de Explotación Unificada del Sistema Eléctrico Nacional[64], exigía que REE contase con mayoría de capital público[65]. Para cumplir con dicho precepto Endesa tomó el 27,68% de REE, su filial Enher el 22,32% y la propia SEPI el 1% restante. Las compañías se convirtieron en accionistas de REE[66] aportando la mayoría de sus líneas de alta tensión así como importantes subestaciones. Las demás empresas eléctricas privadas adquirieron mediante aportación de activos el 49% del capital, reconociendo REE una deuda con ellas al ser su parte del capital inferior a lo que les correspondería según los activos aportados por cada una. En cualquier caso y debido a su importancia estratégica y a la necesidad de neutralidad en su gestión, REE nunca fue considerada como parte del grupo Endesa.

Otro gran hito del grupo Endesa tuvo que ver con su proceso de privatización. De cara a una eventual privatización parcial de Endesa, y debido a la trascendencia política y económica de la operación, al ser la primera gran operación de este tipo desarrollada por el gobierno socialista, se prefirió inicialmente colocar en bolsa no ya Endesa sino una de sus participadas. Fue por ello que en 1986 Endesa colocó en bolsa el 38% de GESA, reduciendo su participación del 92,84% al 54.84%.

El siguiente paso se produjo en 1988. En febrero de 1987 la cotización de las acciones de FECSA fue suspendida ante la difícil situación económico-

[64] BOE nº 312, de 29 de diciembre de 1984. Derogada.

[65] Así lo establecía el Artículo primero: «La explotación unificada del sistema eléctrico nacional a través de las redes de alta tensión es un servicio público de titularidad estatal. Este servicio tendrá por objeto la optimización global de dicho sistema, de acuerdo con las funciones y actividades que se desarrollan en el artículo 2. de esta Ley. El servicio se gestionará mediante una Sociedad estatal, de conformidad con lo establecido en la presente Ley y las disposiciones que la desarrollen».

[66] Red Eléctrica de España, S.A. fue constituida el 29 de enero de 1985 con base en el Real Decreto 91/1985, de 23 de enero, por el que se constituye la Sociedad Estatal Red Eléctrica de España.

financiera de la misma. Esta situación puso mucha presión sobre el sector eléctrico español por parte de los inversores internacionales, lo que llevó al mismo a acudir en defensa de FECSA. Para ello, el gobierno se comprometió a establecer un nuevo marco regulatorio (el Marco Legal Estable, del que ya hemos hablado en capítulos precedentes) que permitiese sanear el sector. Para el caso específico de FECSA se acordó que la empresa aumentase capital, acudiendo el sector a dichas ampliaciones. Fruto de estas ampliaciones de capital en 1988, Endesa adquirió el 11,50% de la empresa catalana.

Tras el éxito de la colocación en bolsa en el año 1986 de GESA, en 1988 se llevó a cabo la primera Operación Pública de Venta del grupo Endesa con la colocación en el mercado de un 20,38% propiedad del Instituto Nacional de Industria, reduciendo su participación al 75,59%[67].

A finales de los años ochenta y con el sector más saneado que en los años anteriores, Endesa decidió continuar con su política de reducir su desequilibrio entre generación (en torno a 30% de la capacidad instalada) y distribución (apenas una cuota de mercado de 15%). Para ello Endesa, a inicios de 1989 y con la pertinente autorización del INI compró en la bolsa de valores una participación cercana al 10% (9,8%) de la Compañía Sevillana de Electricidad, empresa con una elevada cuota de distribución pero con presencia irrelevante en la actividad de generación. Sin embargo, la enérgica reacción de la compañía, apoyada por el Banco de Bilbao Vizcaya ("BBV"), que compró acciones de Sevillana hasta alcanzar un 10,15% de la misma, llevó al INI a no autorizar nuevas compras de acciones por parte de Endesa, si bien no fue obligada a vender las acciones ya compradas.

[67] Para analizar la rentabilidad de las acciones de Endesa desde 1991 son documentos de referencia: FERNÁNDEZ, P. y CARABIAS, J. (2007). "Creación de valor para los accionistas de Endesa: 1991-2006". *Documento de trabajo*; y FERNÁNDEZ, P. y BERMEJO, V. J. (2008). "Eléctricas españolas: 1991-2007". *Documento de trabajo* .

Tras esta fallida operación, Endesa tuvo la oportunidad de comprar Electra de Viesgo. Dicha sociedad era propiedad del Banco Santander,[68] que en el año 1990 decidió deshacerse de la misma. Tras un intento fallido de vendérsela a Iberduero, llegó a un acuerdo con Endesa, que la compró por un precio más de dos veces superior al precio que en su día había pagado el Banco Santander. Dicho acuerdo implicaba no sólo la venta de su posición en Electra de Viesgo (80%) sino también la venta de pequeños paquetes en FECSA (2,05%) y Unión Fenosa (1,2%). En particular, la compra por parte de Endesa de la participación en Electra de Viesgo se articuló a través de una OPA, si bien en una primera fase vendió directamente un 24.9% de la misma y se comprometió a vender el restante 55,1% en el transcurso de la OPA y a un precio en ningún caso superior al de la misma.

Dicha compra junto con el anterior intento por parte de Endesa de hacerse con Sevillana llevaron a Iberduero y a Hidroeléctrica Española, ambas participadas por el BBV, a fusionarse en mayo de 1991.

Ante esta fusión alentada o apoyada por el BBV, el gobierno permitió a Endesa aumentar su participación en Sevillana. Ello se materializó en junio de 1991 mediante OPA y tras negociaciones con el equipo gestor de Sevillana con el objeto de que dicha OPA fuese en todo caso amistosa. Se hizo por sólo un 23% de la compañía (incluyendo acciones y bonos convertibles) con el objetivo de alcanzar un máximo del 33% de la compañía, tal y como habían acordado los equipos directivos de ambas empresas.

Posteriormente, y ese mismo año, Endesa inició el proceso para aumentar su participación en FECSA, empresa que todavía se encontraba en una delicada situación financiera. Endesa, que ya contaba con prácticamente un 15% de FECSA tras haber comprado un paquete del 3% al Banco Santander ese mismo año en el mismo acuerdo por el que compró Electra de Viesgo y un 1,2% de

[68] El Banco Santander había comprado Electra de Viesgo mediante OPA en 1983 en competencia con Iberduero.

Unión Eléctrica Fenosa, lanzó una OPA acordada con la propia FECSA por el 25% de la compañía, con el objeto de alcanzar un 40% del capital. Ya en 1992 Endesa elevó al 45,7% su participación en FECSA.

También en 1991 se entró en el capital de la compañía Saltos del Nansa. El Banco Central, que controlaba la misma quiso vender y para ello entabló negociaciones con Unión Eléctrica Fenosa y con la propia Endesa. Al estar interesadas ambas compañías en Saltos del Nansa, el vendedor cedió un 24,9% a cada una de ellas en operaciones independientes. La CNMV, sin embargo, tras analizar ambas transacciones consideró que eran parte de una misma operación concertada formalizada separadamente para eludir la obligación de lanzar una OPA y exigió el lanzamiento de la misma *a posteriori*. Dicha OPA, sobre el 75% del capital se llevó a cabo a inicios ya de 1992 y elevó la participación tanto de Unión Eléctrica Fenosa como de Endesa al 37,50% de Saltos del Nansa.

Principales participaciones del grupo Endesa en 1992

	%
Enher	85,41%
GESA	92,84%
Unelco	99,47%
Unión Eléctrica Fenosa	6,50%
Encasur	71,34%
Red Eléctrica de España	50,00%
ERZ	62,66%
FECSA	45,70%
Sevillana	33,50%
Saltos del Nansa	37,50%
Electra de Viesgo	87,60%

Fuente: Elaboración propia.

Ya en 1993 (y parte de 1994) se llegó al segundo intercambio de activos. Dicho intercambio hay que contextualizarlo dentro de un acuerdo sobre posibles modificaciones del Marco Legal Estable entre Endesa e Iberdrola, que había venido impugnando durante meses las diferentes liquidaciones entre duras quejas sobre los privilegios que dicho marco regulatorio atribuía a Endesa. Fruto de dichos acuerdos se modificó el régimen retributivo del Marco Legal Estable y se procedió al segundo intercambio de activos.

Como consecuencia de este segundo intercambio, Endesa básicamente:

- Aumentó su posición en FECSA en un 3,9%, comprado a Iberdrola, y alcanzando el 49,6%.

- Se hizo con el 55% de Hidroeléctrica de Cataluña y pactó la compra del 45% restante con Iberdrola en los dos años siguientes.

- Compró a Unión Eléctrica Fenosa, a través de Electra de Viesgo, su 37,5% de Saltos del Nansa, alcanzando el 70%. La CNMV obligó a una nueva OPA tras la cual Endesa alcanzó el 83,9% del capital.

Un tema importante en el intercambio de activos era la situación de Sevillana de Electricidad. De cara a reducir su importante deuda, Endesa compraría a Sevillana de forma directa e indirecta activos por un valor superior a los 100.000 millones de pesetas (600 millones de euros aproximadamente). A cambio, Endesa quería que se revisasen los acuerdos firmados con anterioridad que impedían al grupo público superar el 33,50% en Sevillana. Tras diversas negociaciones, Endesa compró al BBV un 6% de Sevillana[69], quedando su participación en un 39,50%, con el compromiso del BBV de que su participación sería meramente financiera y no superaría el 4,9% de Sevillana.

Según datos de ANES, FERNÁNDEZ y TEMBOURY (2001), el grupo Endesa, contando con FECSA y Sevillana representaba el 48,7% de la capacidad instalada

[69] Es importante destacar cómo ese 6% no fue casual y estuvo condicionado por la legislación de OPAs. En este sentido se puede mencionar un texto de la época: «Endesa había propuesto, en principio, adquirir el 14% de Sevillana, con lo que pasaría del 33% al 47% de la eléctrica andaluza. Ese porcentaje obligaría, en pura teoría, a lanzar una oferta pública de adquisición de acciones (OPA) ya que la ley dice que cuando una sociedad tiene más del 25% y menos del 50% de otra empresa y adquiera una participación superior al 6% debe realizarse una OPA. Para evitar la OPA, Endesa y Sevillana propusieron a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) una compra escalonada de manera que no se superara el 6% anual. La CNMV rechazó la propuesta al considerar que el espíritu era comprar el 14%». (El País, edición del 27 de junio de 1994).

en España y contaba con una cuota de distribución del 43,7% tras la materialización del intercambio de activos.

En 1994 se llevó a cabo la segunda fase de privatización de Endesa con la venta de un 8,7% del capital social en una OPV, tras la cual la participación estatal pasó a ser del 66,89%.

Durante estos años el grupo Endesa desarrolló un importante programa de diversificación que le llevó a invertir en Hispanoamérica o a entrar tanto en el negocio de aguas con la compra de un 11,8% de Aguas de Barcelona como en el de las telecomunicaciones (Airtel), el petróleo (CEPSA) o incluso Antena 3.

Un año fundamental para la historia de Endesa fue 1996. Dicho año el Partido Popular alcanzaba el gobierno en España y se iniciaba un proceso de liberalización pactado con las propias compañías eléctricas a través del llamado Tercer Protocolo[70], firmado en diciembre de 1996. En este marco, el gobierno autorizó, ya en el mes de octubre a Endesa para lanzar sendas OPAs por FECSA y Sevillana con el objeto de alcanzar hasta el 75% de su capital.

Tras tan importantes adquisiciones el siguiente paso de la dirección de Endesa fue una importante reorganización con el objeto de funcionar como un auténtico grupo integrado, articulándose el grupo por líneas de negocio (frente al esquema previo de empresas más o menos independientes) y reforzando la estructura corporativa que daría apoyo a los diferentes negocios.

Tras esta importante reorganización, el gobierno procedió a una nueva fase de privatización, ya en 1997, por la que redujo su participación en un 25,7%

[70] Como ya se mencionó, su nombre oficial era en realidad "Tercer protocolo de acuerdo sobre el establecimiento de una nueva regulación del sistema eléctrico nacional".

hasta mantener sólo el 41,19% del capital. Con esta venta, el Estado dejaba de controlar la mayoría del capital de Endesa. Posteriormente, ya en 1998, Endesa amortizó el 8,19% de su capital con cargo a reservas, con lo que la SEPI pasaba a controlar sólo el 33% del capital de Endesa. Dicho porcentaje fue finalmente vendido en junio de 1998, con lo que se completó la privatización del grupo Endesa, si bien, debido al hecho de que el "*greenshoe*" no fue ejercido por los bancos, la SEPI continuó manteniendo un 2,9% del capital social hasta 2007, momento en el cual se lo vendió a ENEL en la OPA que lanzó en dicho año, tal y como se verá en capítulos siguientes. En cualquier caso, en la Junta General de Accionistas celebrada en mayo de 1997, es decir, antes de la última fase de privatización, Endesa limitó al 10% los derechos de voto de cualquier accionista. A esto habría que añadir la «acción de oro» o "*golden share*" que mantuvo el gobierno en Endesa hasta mediados de la década siguiente.

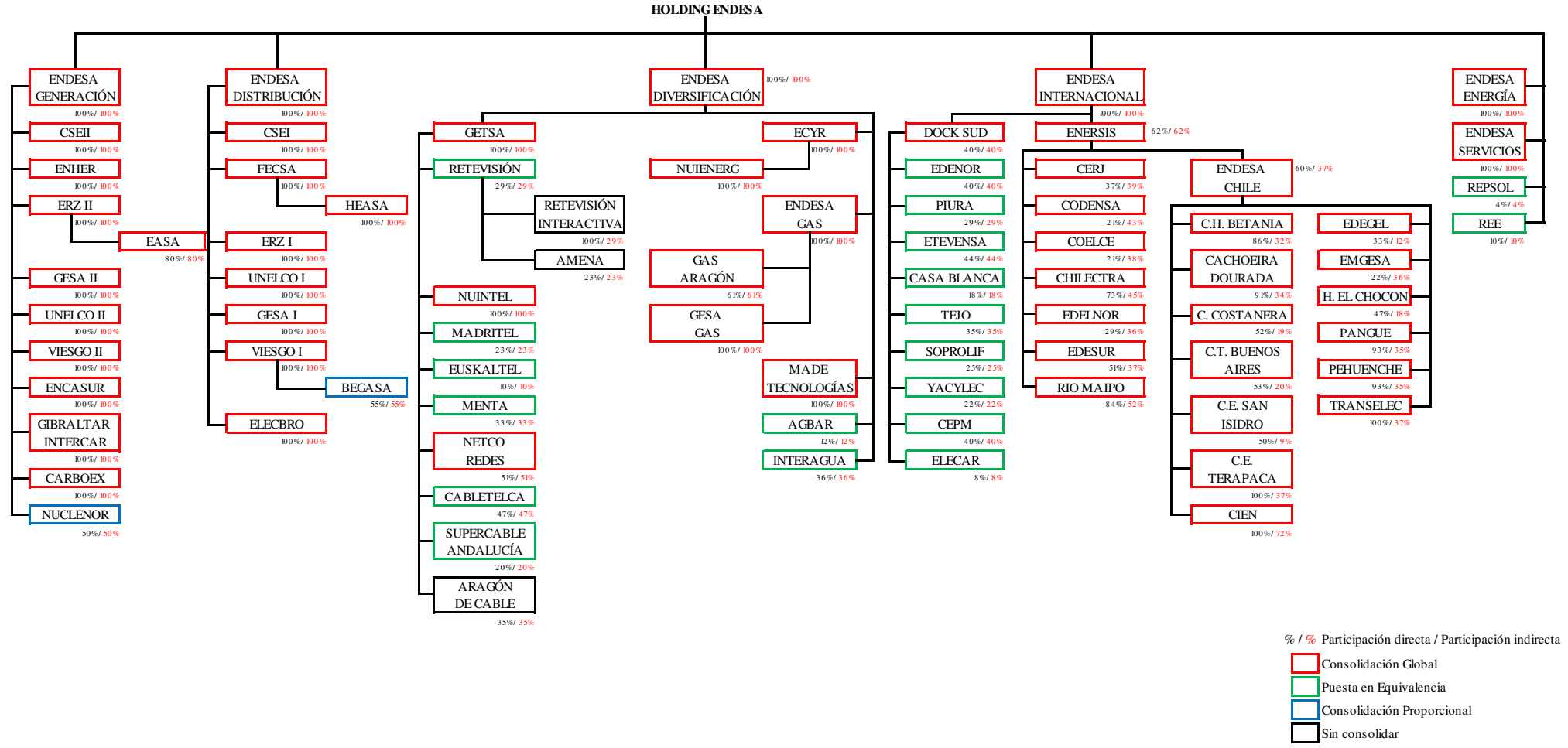
La fase final de la constitución del grupo Endesa fue la fusión por absorción de sus filiales (Sevillana, FECSA, Enher, ERZ, GESA, Unelco, Electra de Viesgo y Saltos del Nansa). Mediante dicha operación se logró que los minoristas de sus filiales pasasen a ser accionistas de la propia Endesa y, al contrario que en un proceso de OPAs, se lograba que dicha integración afectase al 100% de los accionistas de las sociedades absorbidas. Dicha decisión, tomada en la segunda mitad de 1998, fue ratificada por las juntas generales de accionistas de todas las compañías participantes en el proceso y que culminaron en la Junta General de Accionistas de Endesa, la sociedad matriz, el día 28 de abril de 1999.

Simultáneamente a la fusión, cada una de estas compañías realizó la aportación de sus activos y pasivos de generación no nuclear y de distribución, a una compañía de nueva creación: Sevillana I, ERZ I, GESA I, Unelco I, Viesgo I y Nansa I, respectivamente[71]. Estas compañías se crearon con el fin de mantener el arraigo territorial de las empresas que resultaban absorbidas y de preparar la

[71] En el caso de FECSA y de Enher, las empresas absorbidas aportaron sus activos de distribución y generación no nuclear a una única compañía, denominada FECSA-Enher I.

posterior segregación de las actividades de generación de las de distribución, que venía impuesta por imperativo de la nueva regulación del sector.

Estructura Endesa (31/12/1999)



Fuente: ENDESA (2000)

El 1 de enero de 2000, se separó de estas compañías «I» la actividad de generación, que comprendía todos aquellos activos, pasivos y recursos necesarios para la producción de energía eléctrica en centrales hidráulicas y térmicas, que pasaron a incorporarse, respectivamente, a las sociedades de nueva creación FECSA-Enher II, Sevillana II, ERZ II, GESA II, Unelco II y Viesgo II, permaneciendo la actividad de distribución en las compañías «I».

Para ordenar sus líneas de negocio, Endesa creó seis compañías: Endesa Generación, Endesa Distribución, Endesa Energía, Endesa Diversificación, Endesa Internacional y Endesa Servicios, de las era titular del 100% del capital.

Evolución cuota de mercado peninsular de generación: 1980-1996

	1980		1996
Sevillana	10%	Iberdrola	29%
Unión Eléctrica	7%	HC	6%
Enher	5%	Unión Fenosa	13%
Fenosa	5%	Grupo Endesa	52%
HC	4%	*Endesa*	*30%*
Hidruña	3%	*Hidruña*	*1%*
ERZ	1%	*ERZ*	*1%*
Viesgo	3%	*Enher*	*2%*
Endesa	19%	*Viesgo*	*2%*
Iberduero	17%	*FECSA*	*7%*
H. Española	16%	*Sevillana*	*9%*
FECSA	10%		

Fuente: OCAÑA y ROMERO (1997)

A grandes rasgos se puede afirmar que la creación del grupo Endesa implicó para el sector eléctrico:

- Un incremento importante del peso del sector público en el sector eléctrico.

- Un importante proceso de concentración que, si bien estuvo condicionado por las dificultades financieras de la década de los años ochenta y noventa de un sector fuertemente endeudado,

culminó con la creación de un grupo que pasó de controlar una empresa con apenas un 19% del mercado de la generación en España y sin peso en el mercado de la distribución a controlar un grupo integrado verticalmente con una cuota de mercado superior al 52% en la actividad de generación y una cifra algo inferior pero cercana también al 50% en la actividad de distribución, así como con el control del suministro eléctrico en Canarias y Baleares.

- La creación de un importante grupo empresarial español, con un peso en el IBEX 35, el principal índice bursátil español, superior al 6% en el año 2000.

- Un importante *test* para la regulación sobre OPAs en España. Sólo el proceso de creación del grupo Endesa conllevó la presentación de siete ofertas públicas de adquisición a las que habría que añadir otras operaciones cuyos términos y condiciones fueron afectadas por la regulación en materia de OPAs.

1.3.6.2.- La batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico: 2000-2006

Hidroeléctrica del Cantábrico era a finales de los noventa la más pequeña de las cuatro grandes empresas eléctricas, caracterizada por un saneado balance y por estar centrada en el mercado asturiano, tanto en el gas como en la electricidad. Esta componente regional hizo que el papel de Cajastur fuese muy importante a lo largo de todo el proceso y tuviese como fin mantener el compromiso de HC con el Principado de Asturias.

La batalla por el control de HC puede dividirse en varias etapas. En una primera fase, la eléctrica norteamericana *Texas Utilities* ("TXU"), a través de su

filial *Texas Utilities Europe*, accionista de HC desde finales de 1998[72] con un 5% del capital lanzó el 13 de marzo del año 2000 una OPA por el 100% de HC a 21.25 euros por acción. Dicha OPA estaba condicionada a la eliminación por parte de la compañía de la limitación al ejercicio del derecho de voto establecida en los estatutos sociales de la compañía. Ante esta situación la CNMV no llegó a aprobar la oferta, si bien la polémica al respecto desembocó, como más adelante veremos, en la reforma de la regulación de OPAs llevada a cabo en el año 2003.

Unión Fenosa, sin embargo, el 24 de marzo del mismo año lanzó una contraoferta a un precio de 24 euros por acción y por el 100% del capital de HC. Dicha oferta estaba condicionada a la aceptación mínima de un 80% del capital social de HC (reducido al 51% una vez que la Junta General de Accionistas de HC modificó los estatutos) y la contraprestación podía ser en dinero efectivo o, alternativamente, un tercio de las acciones de HC podían ser permutadas por nuevas acciones de UF. La OPA contaba con el respaldo declarado del 24,06% de Hidrocantábrico que tenían en su poder cuatro grupos accionariales, La Caixa, Grupo Masaveu, Carceller y Banco Sabadell.

Tras esta OPA, TXU desistió de su oferta inicial, pasando a apoyar a UF para desblindar los estatutos de HC.

El apoyo a última hora de *Texas Utilities* permitió a UF eliminar en la Junta General de Accionistas de HC los blindajes que existían en los estatutos de HC el 22 de mayo tras un intento fallido en la Junta General de Accionistas celebrada el 25 de abril anterior. El gobierno declaró el 26 de mayo del año 2000 «improcedente» la OPA de UF sobre Hidroeléctrica del Cantábrico y ordenó paralizar la operación de integración de ambas empresas, asumiendo íntegramente el planteamiento opuesto a la OPA expresado por el Tribunal de Defensa de la

[72] Inicialmente con un 5% que había aumentado hasta alcanzar el 10% en el momento de lanzar la OPA en marzo del año 2000.

Competencia ("TDC"). Y justificó su decisión por la necesidad de mantener cuatro operadores eléctricos en el mercado, ya que reducir su número perjudicaría al consumidor final. El 29 de abril del 2000, UF desistía de su OPA.

En julio de ese mismo año, tanto La Caixa como el Banco Sabadell, que en su día quisieron vender sus participaciones en la OPA lanzada por UF, vendieron sus participaciones en el capital de HC, que ascendían, en conjunto, a un 15,26%. TXU y la compañía belga *Electrabel* fueron los compradores. TXU compró un 5,26% de dicho paquete accionarial y elevó su participación en Hidrocantábrico hasta el 19,26%, mientras que la belga *Electrabel* adquirió el 10% restante.

Tras el fallido proceso de OPAs anterior, el equipo directivo de la compañía, liderado por Oscar Fanjul, se centró en buscar una salida a la compleja situación creada entre los diferentes accionistas[73]. Tras un *impasse* de varios meses, en septiembre de 2000, Ferroatlántica, compañía controlada por el empresario Villar Mir, lanzó una tímida oferta por sólo un 25% de la compañía a un precio de 19 euros por acción y condicionada a una adquisición mínima del 20% del capital (80% de la oferta). Ferroatlántica mantenía un acuerdo con el grupo alemán EnBW, que tenía como principal accionista a la francesa EDF con un 34,5% del capital social) por el que ésta tomaría un 50% del capital de Ferroatlántica[74].

[73] «Cabe señalar como aspecto interesante que el gobierno asturiano y los antiguos gestores del grupo invitaron a competir por Hidrocantábrico, poniendo como condición que la empresa tuviera su sede en Asturias y que el cambio de propiedad fuera compatible con mantener objetivos industriales y de empleo en la región. El gobierno de Asturias llegó a enfrentarse con el gobierno español a lo largo del proceso de competencia por el control de Hidrocantábrico, al ser el gobierno español contrario a la presencia de empresas de capital público extranjero, y el gobierno asturiano ser partidario de la misma si ello permitía tener una empresa filial fuerte con sede en Asturias dispuesta a colaborar con objetivos industriales y de empleo» [TRILLAS, F. (2006). "El control corporativo en la industria eléctrica". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 507-532). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas].

[74] El hecho de que la estructura final fuese de 50% para cada accionista parecía haber sido establecido para evitar la denominada «Ley Rato» (también denominada Ley «anti-EDF» por la prensa española de la época), o Disposición Adicional Vigésimo Séptima de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, que limitaba los derechos de voto en empresas energéticas españolas de aquellos accionistas que fueses compañías extranjeras con parte de su capital en manos públicas.

Tan pobre oferta[75] (no olvidemos que la oferta realizada unos meses antes por Unión Eléctrica Fenosa era por el 100% de la empresa y a un precio de 24 euros por acción) fue seguida el 25 de enero de 2001 por una contraoferta formulada por Adygesinval, S.L., sociedad formada al 50% por la portuguesa EDP y la Caja de Ahorros de Asturias, estando prevista la incorporación futura de Caja de Seguros Reunidos, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A. ("CASER"). Dicha oferta era por un precio de 24 euros, en efectivo, extendiéndose al 100% del capital social y sin condición alguna. En el momento de lanzar dicha OPA, Cajastur contaba con un 10,01% de HC y CASER con un 4,97%, que no serían vendidas a Adygesinval en la OPA de ésta sino mantenidas por las dos entidades a título individual. EDP y Cajastur llegaron además a un acuerdo con TXU por el cual ésta les vendería de forma irrevocable su 19,26%.

A inicios de febrero el grupo eléctrico germano RWE presentaba una nueva contraoferta por un precio de 26 euros por acción y por el 100% del capital social. Y, al igual que la de Adygesinval, en efectivo y sin condición alguna. RWE contaba con el apoyo de accionistas de HC que representaban más del 10% del capital[76]. Adicionalmente RWE tenía un acuerdo con Inversiones Ibersuizas, por la cual esta última e comprometía a adquirir una participación de entre el 9,25% y el 12,5% de HC en una fase posterior a la OPA.

Prácticamente el mismo día Ferroatlántica anunciaba una mejora de su oferta a 25,8 euros por acción, extendiendo la misma al 100% del capital pero

[75] En este sentido es importante subrayar que el propio presidente de Ferroatlántica reconoció en carta al presidente de Hidrocantábrico fechada el 29 de septiembre –y publicada como Hecho Relevante en la CNMV- que dicho precio y la posible extensión de la oferta al 100% del capital quedaba sujeto «al recíproco compromiso de los principales accionistas de Hidrocantábrico de aceptar la OPA, a la recomendación favorable del consejo de administración en el informe que preceptivamente debe emitir en el seno de la OPA, al levantamiento por la Junta General de Hidrocantábrico de las restricciones estatutarias actualmente vigentes que limitan los derechos políticos y el acceso al consejo de administración y su presidencia, y, por último, a la no ocurrencia de circunstancias de fuerza mayor o una alteración excepcional de los mercados de valores».

[76] Dicho apoyo estaba condicionado a que no se presentase una oferta competidora por un precio superior en, al menos, un 5% y que se dirigiese al 100% del capital de Hidrocantábrico sin sujeción a un mínimo de aceptación.

condicionada a la aceptación del 60% del capital. Dicha situación podría crear un problema sobre cuál de las dos ofertas era anterior, ya que entonces la otra no cumplía el requisito legal de ser un 5% mejor al último precio presentado. Sin embargo la CNMV no aceptó dicha mejora por considerar que no era tal al incluir una condición que la oferta previa no incluía.

Posteriormente, Ferroatlántica, que al haber lanzado la oferta inicial era la única que podía mejorar las condiciones de su oferta con base en lo establecido en el entonces vigente Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores[77], mejoró la oferta anterior a finales de febrero en un 5% lanzando una oferta por el 100% de la compañía, sin condiciones y a un precio de 27,30 euros por acción.

El 5 de abril RWE desistía de su oferta.

Tras la liquidación de la oferta, Ferroatlántica pasó a controlar un 59,66% de la compañía, mientras que Adygesinval (Cajastur y EDP) continuaron controlando conjuntamente en torno a un 34,2% (el 14,97% que ya era controlado por Cajastur y CASER más la posición adquirida directamente por Adygesinval a *Texas Utilities* en la OPA, que ascendía en el momento de la compra a un 19,2% de HC).

Ya a finales de noviembre de ese mismo año se negoció un acuerdo entre los principales accionistas mediante el cual Ferroatlántica cedía, tras desistir EnBW de entrar en el capital, las acciones de Hidrocantábrico de las que era propietario (59,66%) a Adygesinval, tras la cancelación del préstamo puente concedido por EnBW a Ferroatlántica en marzo de 2001. Esa cesión de las acciones se producía a cambio de la futura participación del EnBW en el capital

[77] BOE nº 184, de 2 de agosto de 1991. Derogado.

de Adygesinval. Con esta operación Ferroatlántica salía definitivamente del capital de Hidrocantábrico.

El 4 de diciembre de 2001, EnBW, Cajastur, CASER y EDP alcanzaron un acuerdo que establecía las bases para la futura gestión conjunta de HC, compartiendo el control conjunto de HC a través de la sociedad Adygesinval, que pasaría a ser propietaria de la totalidad de las acciones de HC de que eran titulares las diferentes partes y Ferroatlántica. Hidrocantábrico además quedaría excluida de cotización en Bolsa.

A consecuencia del pacto, Adygesinval resultó titular del 95% del capital social de HC; y el capital social de Adygesinval, S.L. pasó a estar dividido entre EDP (40%), EnBW (35%), Cajastur (16,7%) y CASER (8,3%). Estas contribuciones a Adygesinval tenían como resultado la obtención de un coste medio de adquisición de 26,57 euros por acción. El acuerdo, además, establecía un detallado sistema de reglas de gobierno corporativo para asegurar una gestión conjunta y compartida de HC, incluyendo disposiciones específicas para la resolución de situaciones de bloqueo que eventualmente pudiesen dar lugar a derechos de opción de venta sobre acciones de HC a favor de EnBW. Igualmente Cajastur y CASER disfrutarían, en determinadas condiciones, de derechos de venta sobre acciones de la compañía.

En abril de 2002 HC decidió lanzar la OPA de exclusión mencionada en el acuerdo de diciembre de 2001 por el 3,65% de la compañía todavía en manos de minoritarios, a un precio de 27,30 euros por acción.

En diciembre de 2002 se aprobaba la fusión[78] de Adygesinval, S.A., (antes Adygesinval, S.L.), sociedad absorbente, que al acordarse la fusión pasaría

[78] «Las Juntas generales extraordinarias de accionistas de "Adygesinval, Sociedad Anónima", "Hidroeléctrica del Cantábrico, Sociedad Anónima" e "Hidrocantábrico Generación, Sociedad Anónima Unipersonal" celebradas todas ellas el 12 de diciembre de 2002, la primera de ellas con carácter universal y la tercera mediante acuerdo de accionista único,

a denominarse Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A. y de la hasta entonces denominada Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A.

A finales de julio del año 2004 los principales accionistas de HC llegaban a un nuevo acuerdo por el cual EDP compraría las posiciones del resto de accionistas y aumentaría su posición desde el 39,5% al 95,7% por un montante cercano a los 1.200 millones de euros, manteniendo Cajastur y CASER en torno a un 3% de HC y determinados privilegios en la gestión, básicamente en temas regionales relacionados con la posición de HC en el Principado de Asturias. Por tanto EDP adquiría el 34,6% de EnBW en HC por 649 millones de euros, en efectivo; de un 17.6% de HC en manos de Cajastur (que como ya hemos dicho mantendría a pesar de todo una posición relevante) mediante el pago con nuevas acciones de EDP, representativas de en torno a un 5% del capital; y de un 4.1% controlado por CASER por un precio de 93 millones de euros, en efectivo.

El 23 de marzo de 2006, la Junta General de Accionistas de HC aprobaba una reducción de capital mediante la amortización de las acciones que aún estaban en manos de minoritarios (0,936%) a un precio de 43,86 euros por acción.

1.3.6.3.- La batalla por el control de Endesa: 2005-2008

Endesa puede ser considerada, no ya desde inicios de los años noventa sino con anterioridad, el pilar fundamental sobre el que asentó la concentración del sector eléctrico español hasta la adquisición de la mayoría de su capital por ENEL en septiembre de 2007. Esta característica se debió a su carácter de

---

aprobaron, todas ellas, por unanimidad, la fusión por absorción de "Hidrocantábrico Generación, Sociedad Anónima Unipersonal", sociedad absorbida, por "Hidroeléctrica del Cantábrico, Sociedad Anónima", sociedad absorbente, y la fusión por absorción de "Hidroeléctrica del Cantábrico, Sociedad Anónima" como sociedad absorbida por "Adygesinval, Sociedad Anónima", sociedad absorbente, que desde el 12 de diciembre de 2002 ha pasado a denominarse "Hidroeléctrica del Cantábrico, Sociedad Anónima", con extinción por disolución y sin liquidación de las sociedades absorbidas y transmisión en bloque de todo su patrimonio a la sociedad absorbente, que adquiere por sucesión universal los derechos y obligaciones de las sociedades absorbidas». [BORME nº245, 24 de diciembre 2002]

empresa pública, y en este sentido es importante no olvidar que aunque el estado perdió su posición de control en la tercera fase de privatización, acometida en 1998, mantuvo una "*golden share*" hasta junio de 2007[79]. Y mantuvo una participación en la compañía hasta prácticamente el final del proceso de OPAs iniciado en 2005.

[79] Si bien tras la sentencia contra las "*golden shares*" del Tribunal de Justicia de la Unión Europea de 13 de mayo de 2003, su advocación era difícilmente justificable por las autoridades españolas para vetar una operación de concentración comunitaria. De hecho el posible recurso a la misma no fue prácticamente planteado por las autoridades españolas a lo largo de todo el proceso de OPAs sobre Endesa.

Calendario de las OPAs para comprar Endesa

Fecha	Acontecimiento
05-sep-05	OPA de Gas Natural a 21,30 euros por acción (7,34 euros en efectivo + 0,569 acciones de Gas Natural) - condicionada
03-oct-05	Endesa hace une presentación mostrando su oposición a la OPA formulada por Gas Natural
08-oct-05	Endesa cierra la venta del 84,64% de su capital en Auna por un importe de 2.220 millones de euros (plusvalía de 1060 millones de euros)
16-nov-05	Endesa anuncia que todas las plusvalías de la venta de Auna así como de ventas futuras se repartirán como dividendos
16-nov-05	Requerimiento de la CNMV a Endesa para que aclare su política de dividendos
25-nov-05	Endesa demanda a Gas Natural y a Iberdrola en los Juzgados de lo Mercantil de Madrid con base en el artículo 81 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Europea
30-dic-05	Endesa vende el resto de su participación en Auna por 377 millones (la plusvalía total por la venta de telecomunicaciones es de 1285 millones)
02-ene-06	Endesa paga un dividendo a cuenta de 0,305 euros por acción
03-feb-06	El gobierno autoriza la compra de Endesa por Gas Natural con condiciones parecidas a las recomendadas por la CNE. EL TDC consideraba que se debía no autorizar.
21-feb-06	OPA de E.ON a 27,50 euros por acción (efectivo) - condicionada
25-feb-06	Junta General de Accionistas de Endesa
27-feb-06	La CNMV autoriza la oferta de Gas Natural sobre Endesa
28-feb-06	Publicación del Real-Decreto Ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la CNE y se obliga, retroactivamente, a E.ON a que su OPA sea revisada por la CNE
07-mar-06	El Consejo de Administración de Endesa valora negativamente la OPA formulada por Gas Natural y recomienda no acudir a la misma
21-mar-06	El Juzgado de Mercantil nº3 de Madrid suspende cautelarmente la OPA de Gas Natural siempre que Endesa aporte un aval de mil millones de euros
31-mar-06	Endesa acuerda poner la caución de mil millones de euros solicitada por el Juzgado para suspender cautelarmente la OPA de Gas Natural
21-abr-06	El Tribunal Supremo suspende cautelarmente el Acuerdo del Consejo de Ministros que autorizó la oferta de Gas Natural
25-abr-06	La Comisión Europea aprueba el proyecto de adquisición de E.ON
09-may-06	Gas Natural recurre ante la Audiencia Provincial de Madrid el Auto del Juzgado de lo Mercantil nº3 de Madrid
03-jul-06	Endesa paga un dividendo complementario de 2,095 euros por acción
03-jul-06	E.ON anuncia que su oferta queda reducida en 2,095 euros a 24,405 euros por acción tras descontar el dividendo pagado por Endesa
03-jul-06	Gas Natural anuncia que su oferta queda reducida en 2,095 euros a 0,569 acciones de nueva emisión de Gas Natural y 5,983 euros por cada acción de Endesa
28-jul-06	La CNE autoriza la compra de Endesa por E.ON pero sujeta a duras condiciones que E.ON considera injustificadas
01-ago-06	E.ON recurre la decisión de la CNE ante el Ministerio de Industria pero no desiste de su oferta
07-ago-06	Endesa recurre también la decisión de la CNE
25-sep-06	Acciona anuncia que ha comprado un 10% de Endesa a un precio de 32 euros por acción y no descarta llegar al 25%
26-sep-06	Las autoridades de Defensa de la Competencia de la Comisión Europea consideran que las condiciones impuestas por la CNE son contrarias al Derecho europeo
26-sep-06	E.ON eleva su oferta a 35 euros por acción
03-oct-06	La CNE ratifica las condiciones impuestas a E.ON
12-oct-06	E.ON demanda a Acciona en la Corte del Distrito Sur de New York
04-nov-06	El gobierno español autoriza a E.ON a comprar Endesa con la obligación de vender activos, tal y como establecía la CNE
10-nov-06	Acciona aumenta su participación al 19,63% de Endesa a un precio de 35,62 euros por acción
16-nov-06	La CNMV autoriza la oferta de E.ON
17-nov-06	Endesa solicita al Tribunal Supremo y la Juzgado de lo Mercantil nº3 de Madrid que modifiquen las medidas cautelares tomadas contra la OPA de Gas Natural
20-nov-06	El plazo de aceptación de la oferta de E.ON es suspendido temporalmente hasta que pueda continuar la oferta de Gas Natural o ésta desista
21-nov-06	Acciona eleva su participación en Endesa al 20% a 35,92 euros por acción
21-nov-06	El consejo de Endesa considera que la oferta de E.ON es positiva pero no se pronuncia sobre el precio

20-dic-06	La Comisión Europea solicita a España que retire las condiciones impuestas a E.ON al considerarlas ilegales
02-ene-07	Endesa paga un dividendo a cuenta de 0,5 euros por acción
02-ene-07	E.ON anuncia que su oferta queda reducida en 0,5 euros a 24,905 euros por acción tras descontar el dividendo pagado por Endesa
11-ene-07	El Tribunal Supremo levanta la suspensión cautelar sobre el Acuerdo de Ministros que autorizaba la oferta de Gas Natural
16-ene-07	La Audiencia Nacional levanta la suspensión cautelar sobre la oferta de Gas Natural impuesta por el Juzgado de lo Mercantil nº3 de Madrid
25-ene-07	La CNMV reanuda los plazos de aceptación tras levantar las medidas cautelares el Tribunal Supremo y la Audiencia Nacional revocar la decisión del Juzgado de lo Mercantil nº3 de Madrid
25-ene-07	Se fija la fecha para presentar las ofertas finales en sobre cerrado: el 2 de febrero
31-ene-07	La Comisión Europea amplia el procedimiento de infracción abierto contra España por las condiciones impuestas por el Ministerio de Industria
01-feb-07	Gas Natural desiste de su oferta
02-feb-07	E.ON aumenta su oferta hasta 38,75 euros por acción
27-feb-07	ENEL anuncia la adquisición de un 9,99% de Endesa a 39 euros por acción
01-mar-07	ENEL solicita permiso para llegar al 24,99% del capital de Endesa
06-mar-07	E.ON elimina todas las condiciones salvo el tener un mínimo de aceptación del 50,01% del capital social
12-mar-07	ENEL comunica que junto al 9,99% de acciones de Endesa que posee, tiene derivados ("*equity swaps*") por valor de otro 14,98% de Endesa
23-mar-07	ENEL y Acciona anuncian conversaciones por las cuales si E.ON no logra el control de la oferta, ENEL y Acciona lanzarían una OPA en el futuro
23-mar-07	La CNMV permite a E.ON volver a revisar su precio y dice que ENEL y Acciona no podrán lanzar una OPA hasta 6 meses después de la liquidación de la OPA de E.ON
26-mar-07	E.ON aumenta su oferta hasta 40 euros por acción
26-mar-07	ENEL y Acciona anuncian un acuerdo para la gestión de Endesa bajo el liderazgo de Acciona
26-mar-07	Endesa valora positivamente la oferta de E.ON
26-mar-07	Caja Madrid firma un "*equity swap*" con E.ON por el 9,94% del capital de Endesa
28-mar-07	La CNMV aprueba la mejora de precio ofertada por E.ON
28-mar-07	La SEPI decide no acudir a la OPA de E.ON
02-abr-07	Acuerdo ENEL-E.ON-Acciona. E.ON mantiene su oferta pero condicionada, lo que la hace casi inviable.
10-abr-07	E.ON solo logra la aceptación del 6% de las acciones por lo que la OPA tiene resultado negativo.
11-abr-07	ENEL y Acciona lanzan una OPA a 41,30 euros por acción
02-jul-07	Debido al pago de un dividendo de 1,14 euros, ENEL y Acciona disminuyen su oferta hasta 40,16 euros por acción
04-jul-07	La CNE aprueba con 12 condiciones la OPA de ENEL/Acciona sobre Endesa
05-jul-07	La Comisión Europea aprueba el proyecto de adquisición de Endesa por ENEL y Acciona
25-jul-07	La CNMV aprueba la OPA de ENEL y Acciona sobre Endesa
27-jul-07	Endesa llega a un acuerdo con Gas Natural para retirar todos los procesos judiciales pendientes
03-ago-07	ENEL y Acciona presentan recurso de alzada contra las condiciones impuestas por la CNE
03-ago-07	Endesa valora favorablemente la oferta de ENEL y Acciona
31-ago-07	El Ministerio de Industria elimina algunas de las condiciones impuestas por la CNE
11-sep-07	Endesa y Acciona confirman que la prima de asistencia a la Junta General de Accionistas de Endesa no se descontará del precio
18-sep-07	Caja Madrid anuncia que aceptará la oferta de ENEL y Acciona
25-sep-07	La Junta General de Accionistas aprueba el cambio de estatutos y se elimina el límite de derechos de voto
28-sep-07	La SEPI decide acudir a la oferta de ENEL y Acciona
29-sep-07	La CNMV confirma que la OPA de ENEL y Acciona ha tenido resultado positivo

Fuente: CNMV y Elaboración propia

La batalla por el control de Endesa se inició, tras varios meses de rumores, con el lanzamiento por parte de Gas Natural de una OPA por Endesa el 5 de septiembre de 2005 a un precio de 7,34 euros en efectivo más 0,569 nuevas acciones de Gas Natural por cada acción de Endesa, lo que, teniendo en cuenta el precio de cierre de Gas Natural del día 2 de septiembre implicaba un precio de 21,30 euros por acción, lo que implicaba una prima del 14,8% sobre el precio de Endesa. La oferta estaba condicionada a la aceptación por un 75% del capital. Gas Natural podía renunciar a la condición del número mínimo de aceptaciones en la medida en que alcanzase más del 50% del capital social de Endesa y esta sociedad acordase modificar el artículo 32 de sus estatutos sociales o, en caso distinto, en la medida en que existiese una probabilidad razonable de que Gas Natural pudiese alcanzar el «control efectivo» de Endesa.

Al mismo tiempo Gas Natural anunciaba que había llegado a un acuerdo con Iberdrola por el cual ésta última compraría activos de la nueva empresa por un valor de entre 7.000 y 9.000 millones de euros, de cara a reducir tanto el poder de mercado como el endeudamiento de la empresa resultante. Dicho apoyo de Iberdrola a la oferta implicó una agria polémica que acabó en los tribunales por la posible asistencia financiera que implicaba dicho acuerdo. Pocos días después, el 21 de septiembre, el Ministro de Industria anunciaba en la prensa que probablemente el gobierno vendería su participación en Endesa del 2,9% en la OPA lanzada por Gas Natural.

La OPA de Gas Natural no fue bien recibida por el equipo gestor de Endesa que inició un interesante proceso de lucha no exento de polémica[80] y que consistió básicamente en:

[80] Como veremos en capítulos posteriores, la lucha iniciada por Endesa dio lugar a una interesante polémica sobre los límites del deber de pasividad establecido por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, en su artículo 14. Con base en esta norma, el presidente de la CNMV remitió una carta en septiembre de 2005 al consejo de administración de Endesa recordandole dicha norma. Dicha carta ssuscitó un recurso contencioso-administrativo por parte de Endesa. En cualquier

- Una batalla judicial presentando demandas para paralizar las principales decisiones de la Administración.

- Una crítica del precio ofrecido por Gas Natural así como de su plan de negocio.

- La búsqueda de potenciales interesados en lanzar una contraoferta que pudiese mejorar las condiciones ofrecidas por Gas Natural.

- Un significativo cambio en la política de dividendos consistente en ofrecer el 100% de las plusvalías obtenidas por la compañía (y que eran muy importantes tras la venta de su 84,68% del grupo de telecomunicaciones Auna en octubre de 2005). Dicho cambio en la política de dividendos fue objeto de una relevante disputa entre la CNMV y Endesa con polémicas suspensiones de cotización y requirió ser aprobado por la Junta General de Accionistas celebrada el 25 de febrero de 2006. Sirva como ejemplo que en julio de 2006 Endesa pagó un dividendo de 2,095 euros por acción cuando, por ejemplo, el año anterior había sido de sólo de 0,4662 euros por acción[81].

Una de las principales sorpresas de un proceso que evolucionaba según los plazos previstos por Gas Natural se produjo el día 21 de febrero cuando la empresa germana *E.ON AG* ("E.ON") lanzaba una oferta competidora. La oferta era por el 100% de la compañía a un precio en efectivo de 27,50 euros por acción

caso dicha polémica es interesante por sus efectos, que se analizarán en capítulos posteriores en la redacción de la nueva regulación de OPAs en todo lo referido al denominado «deber de pasividad» o "*passivity rule*".

[81] Tradicionalmente Endesa, al igual que el resto de compañías del sector había venido pagando el dividendo en dos partes, el llamado dividendo a cuenta, pagado en enero y el dividendo complementario, pagado en julio. El dividendo que Endesa pagó en enero de 2006 fue de 0,305 euros por acción frente a los 0,272 euros pagados en 2005. El hecho de que el aumento significativo del dividendo se produjese sólo en julio parece explicarse por el hecho de que Endesa, para evitar problemas con la CNMV, prefiriese contar con el apoyo de la Junta General de Accionistas para aprobar dicho dividendo.

y condicionada a la adquisición de un 50,01% del capital así como al cambio de los estatutos en Junta General de Accionistas de forma que se eliminasen los límites sobre los derechos de voto existentes (10%) así como las limitaciones para ser consejero o consejero delegado. Si bien el precio inicial era de 27,50 euros, debido a la aplicación de la regla de ajuste en caso de reparto de dividendos establecida en el folleto de la oferta, este precio se redujo el 3 de julio de 2006, al igual que el de la oferta de Gas Natural, en un importe de 2,095 euros por acción, equivalente al dividendo bruto percibido en esa fecha por los accionistas de Endesa, quedando en consecuencia fijado en 25,405 euros por acción. El 2 de enero de 2007 fue pagado por Endesa un nuevo dividendo por importe de 0,50 euros por acción, quedando el precio de la OPA fijado tras el correspondiente ajuste en 24,905 euros por acción.

Un elemento muy importante del proceso de toma de control de Endesa fueron las autorizaciones administrativas requeridas por los potenciales compradores de Endesa[82].

En el caso de la OPA de Gas Natural, la OPA tuvo que ser analizada tanto por las autoridades de Defensa de la Competencia nacionales como por el regulador energético, la Comisión Nacional de Energía (CNE). Si bien la CNE, con mayoría de consejeros nombrados por el gobierno y los partidos que lo apoyaban, autorizó la oferta con ciertas condiciones que Gas Natural consideró asumibles, el Tribunal de Defensa de la Competencia, con mayoría de consejeros nombrados por el Partido Popular, emitió un duro informe en el que recomendaba no autorizar la operación[83]. Con base en ambos informes, preceptivos pero no

[82] Para un análisis crítico de todo el proceso administrativo de las OPAs sobre Endesa en su primera fase (hasta mediados de 2006) es imprescindible ARIÑO, G. (Dir.) (2006). "*Energía en España y desafío europeo. Seguridad, concentración empresarial, competencia, regulación*". Granada: Biblioteca Comares de Ciencia Jurídica. Fundación de Estudios de Regulación. En su Prefacio se afirmaba, cuando aún faltaban bastantes capítulos de este largo proceso, «La batalla no ha terminado, pero ha dejado ya bastantes cadáveres sobre el campo (cuanto menos muchos heridos, algunos de muerte). La principal víctima, en mi opinión, ha sido el sistema institucional español, al que tenemos confiada la regulación económica».

[83] Es también importante mencionar la polémica al respecto de quién debía autorizar la operación de compra de Endesa por Gas Natural, si la Comisión Europea, como solicitaba Endesa, o las autoridades españolas, como estimaban oportuno tanto Gas Natural como el propio gobierno. Finalmente fueron las autoridades españolas las que fueron consideradas

vinculantes, el gobierno autorizó el 3 de febrero de 2006 la compra, sujeta a condiciones similares a las propuestas por la CNE. Endesa recurrió dicha autorización y el Tribunal Supremo cautelarmente procedió a suspender la oferta de Gas Natural. Dichas medidas cautelares sólo serían levantadas en noviembre de 2006 tras solicitarlo así Endesa.

En el caso de E.ON, las autoridades españolas no tenían posibilidad de entrar a analizar la operación. La CNE debía analizar las operaciones si el comprador era una empresa que ejercía actividades reguladas en el sector eléctrico español. Y desde el punto de visa de la competencia, la Comisión Europea era competente para autorizar o no dicha operación. Ante esta situación, y con cierta premura y precipitación, el gobierno aprobó poco después de que E.ON presentase su oferta un polémico Real Decreto-ley que habilitaba a la CNE, con efectos retroactivos, a revisar la oferta de E.ON[84]. Como era previsible, y ante la nula presencia de E.ON en España, la Comisión Europea autorizó la compra sin grandes problemas. La CNE, sin embargo, a finales de julio de 2006, aunque autorizó la oferta de E.ON, la sometió a duras condiciones que, aunque no llevaron a la empresa germana a desistir de su oferta, sí que la llevaron a recurrir dicha decisión. El 26 de septiembre de ese mismo año la Comisión Europea consideró que las medidas propuestas por la CNE eran contrarias al Derecho Comunitario si bien la CNE y el gobierno mantuvieron limitaciones a E.ON que llevaron a la Comisión Europea a abrir un procedimiento de infracción contra España.

---

competentes para analizar la operación. Para más información sobre esta polémica se puede consultar GOICOECHEA, P. y ORTIZ, L. (2006). "Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas-TPI - Sentencia de 14.07.2006, Endesa, S.A. C. Comisión, T-417/05, Competencia - Concentración - Mercado Eléctrico. El final de una batalla: El TPI confirma que la OPA de Gas Natural sobre Endesa carece de dimensión comunitaria". *Revista de Derecho Comunitario Europeo* (25), 1003-1015.

[84] La Exposición de Motivos del Real Decreto-ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía explicaba como «conforme a la legislación vigente, no resulta posible examinar en todos los supuestos la adquisición del control de unas empresas por otras, en la medida que afecten a intereses generales de la política energética española y, en particular, a la seguridad pública. Además, mientras que en su actual redacción la función Decimocuarta de la Comisión Nacional de Energía, regulada en la disposición adicional undécima. Tercero.1 de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del Sector de Hidrocarburos, condiciona a la autorización de la Comisión Nacional de Energía la toma de participación por sociedades con actividades reguladas en cualquier entidad que realice actividades de naturaleza mercantil, no establece la misma previsión cuando la sociedad objeto de la participación realiza actividades reguladas pero no la sociedad que pretende dicha participación».

El devenir de dichas ofertas, inicial y competidora se vio alterado, no obstante, por dos hechos importantes. El 25 de septiembre de 2006 Acciona anunciaba la compra de un 10% de Endesa a un precio de 32 euros por acción, lo que hizo reaccionar a E.ON y anunciar al día siguiente su intención de elevar la contraprestación de su oferta a 35 euros por acción. A pesar de ello, Acciona aumentó su participación hasta el 20% en noviembre a un precio medio superior a los 35 euros por acción.

El segundo hecho era la batalla judicial planteada por Endesa y que logró dos hitos importantes: la suspensión cautelar, en marzo de 2006, de la oferta por parte del Juzgado de lo Mercantil nº3 de Madrid, ante la eventualidad de que Gas Natural e Iberdrola hubieran actuado de forma concertada, y tanto la OPA como el acuerdo de compraventa de activos entre ambas tuvieran como objetivo expulsar a Endesa del mercado. La ejecución del contrato suscrito entre Gas Natural e Iberdrola para la venta de activos también quedó suspendida tras depositar Endesa el aval por 1.000 millones de euros solicitados por la juez. El segundo hito fue la suspensión por parte del Tribunal Supremo en abril de 2006 del Acuerdo del Consejo de Ministros que autorizaba la oferta de Gas Natural a pesar de la recomendación emitida por el Tribunal de Defensa de la Competencia contraria a dicha aprobación. Dichas suspensiones quedaron sin efecto una vez que la oferta de E.ON fue autorizada ya que Endesa, teniendo en cuenta que había dos ofertas sobre la mesa, solicitó el levantamiento de las medidas cautelares impuestas por el Tribunal Supremo mientras que la Audiencia Nacional revocó las medidas cautelares que habían sido impuestas por el Juzgado de lo Mercantil nº3 de Madrid.

Una vez que el bloqueo judicial llegaba a su fin con las decisiones mencionadas en el párrafo anterior y que la oferta de E.ON fue autorizada, se reinició el plazo de aceptación y la CNMV estableció con base en la normativa vigente sobre ofertas competidoras una fecha para que ambas compañías

presentasen en sobre cerrado su oferta final, estando E.ON obligada a mejorar su oferta a como mínimo 35 euros por acción, tal y como había anunciado con anterioridad.

Sin embargo, el 1 de febrero de 2007 Gas Natural comunicó a la CNMV su decisión de desistir de su oferta. A pesar de ello, E.ON mejoró su oferta, en sobre cerrado, el 2 de febrero hasta 38,75 euros por acción[85].

Es en esta fase del proceso, el 27 de febrero, cuando ENEL anunció la compra de un 9,9% de Endesa a un precio de 39 euros por acción. Dicha posición fue complementada con la adquisición de "*equity swaps*" que alcanzaban un 14,9% de Endesa. ENEL y Acciona, controlaban en torno a un 45% de Endesa, ya fuese mediante acciones, ya mediante contratos de "*equity swaps*".

La situación en este punto es compleja. Las cuestiones claves que se planteaban eran las siguientes:

- ¿Podía E.ON revisar su oferta? Si bien ya había presentado su última oferta en sobre cerrado, lo cierto es que la aplicación del procedimiento de sobres cerrados no era pacífica una vez que Gas Natural había retirado su oferta.

- ¿No estaba E.ON en una clara situación de desventaja? Aunque la regulación sobre OPAs parecía permitir en su tenor literal la posibilidad de que el oferente pudiese comprar acciones en cualquier fase del proceso, con la única obligación de tener que subir el precio en el caso de comprar a precio superior al ofrecido en la OPA, lo cierto es que la CNMV venía exigiendo que en los

[85] Esta situación planteaba una duda jurídica: ¿hasta qué punto estaba obligada E.ON a hacer una oferta final en sobre cerrado una vez qué ya no había oferta competidora? ¿podría entonces E.ON modificar su oferta con posterioridad con base en la normativa aplicable al caso de no existir oferta competidora alguna?

folletos de OPAs se especificase un compromiso de no comprar acciones durante el proceso, por lo que E.ON no estaba autorizada a comprar acciones en mercado mientras que tanto Acciona como ENEL lo habían estado haciendo con plena libertad.

- ¿Podían anunciar ENEL y Acciona que podrían lanzar una OPA futura si la de E.ON no tenía resultado positivo?

- ¿Y ante esta situación cuales eran las atribuciones de la CNMV?

Esta situación derivó en un conflicto en el seno de la propia CNMV que acabó con la dimisión de su presidente tras la negativa de la comisión a sancionar a ENEL y Acciona. Sin embargo, la CNMV sí que permitió una nueva revisión del precio ofrecido por E.ON hasta 40 euros por acción

A pesar de ello, la situación de E.ON era complicada. Aunque había logrado el apoyo de un importante accionista de Endesa, Caja Madrid, lo cierto es que mientras que la empresa alemana apenas contaba con un 9,9% del capital, ENEL y Acciona contaban ya con casi el 45% del capital más el 2,9% controlado por la SEPI que comunicó en esas fechas su decisión de no acudir a la oferta de E.ON.

En esta situación de desventaja, el único apoyo podían ser los estatutos de Endesa, que, dependiendo de su interpretación, podían jugar a favor de E.ON ya que, en su tenor literal podían hacer harto complicado para ENEL y Acciona alcanzar el control, si bien era evidente que E.ON no podría alcanzarlo en ningún caso [86]. Sin embargo la etapa final del proceso llegó con el acuerdo firmado por

[86] El artículo 32 de los estatutos de Endesa establecía hasta su modificación el 25 de septiembre de 2007 que «ningún accionista, en relación con las acciones de que sea titular, podrá ejercitar un número de votos superior al que corresponda al 10 por 100 del total del Capital Social con derecho a voto existente en cada momento y ello aunque las acciones de que sea titular superen ese porcentaje del 10 por 100». Adicionalmente, el último párrafo del artículo 32 establecía que «la modificación del presente artículo requerirá en la Junta General correspondiente, el voto favorable de más del 50 por

E.ON con Acciona y ENEL por el que E.ON adquiriría activos de Endesa y de la propia ENEL tanto en España como en Europa a cambio de mantener su oferta condicionada, lo que teniendo en cuenta que ENEL y Acciona ya se habían comprometido a subir el precio en una oferta posterior, era prácticamente similar a retirar dicha oferta, como puede comprobarse por el escaso nivel de aceptación logrado (6%).

Una vez que la oferta de E.ON tuvo resultado negativo, ENEL y Acciona lanzaron en abril de 2007 una OPA conjunta –y mancomunadamente– a un precio de 41,30 euros por acción que, a la postre, sería la definitiva para controlar Endesa, obteniendo los permisos tanto de las autoridades españolas como europeas, así como con la valoración favorable del Consejo de Administración de Endesa. Éste incluso hizo la interpretación más favorable para ENEL y Acciona de los estatutos para favorecer el cambio de los mismos, tal y como solicitaban los oferentes, lo que se logró en la Junta General de Accionistas de 25 de septiembre de 2007.

La oferta tuvo resultado positivo adquiriendo ENEL y Acciona un 46,05% del capital de Endesa, a lo que habría que añadir lo que habían comprado directamente en las fases previas del proceso.

1.3.7.- El dilema del doble ritmo en la liberalización

En general, la lucha por el control de Endesa e incluso con anterioridad, el proceso de concentración llevado a cabo en el sector eléctrico español en los

100 del capital suscrito con derecho a voto, tanto en primera como en segunda convocatoria». Esta situación planteaba dudas sobre cómo debían computarse las acciones de ENEL y Acciona a la hora de delimitar cual era «el capital suscrito con derecho a voto». Sin embargo la propia Endesa, en el Hecho Relevante de 18 de septiembre de 2007 esclareció que «la modificación de este último artículo requerirá, además del referido voto favorable de la mayoría de los votos que puedan ser emitidos en la misma Junta, que los accionistas que voten a favor del acuerdo sean titulares de más del 50 por 100 del total del capital social».

años previos, fueron una muestra de los problemas sobre la estructura sectorial que planteaba el proceso de integración europea y, en general, de globalización de la economía.

Como bien señalaba LASHERAS (2006)[87] «la situación actual puede entenderse como un caso de dilema del prisionero: todos los Estados miembros de Europa ganarían con un mercado interior de la energía interconectado y competitivo, pero, a corto plazo, la mejor estrategia de cada Estado miembro es aprovecharse de la liberalización de los demás y mantener empresas fuertes que intenten expandirse en el mercado europeo. El problema es que si todos los Estados miembros hacen lo que más les interesa a corto plazo, el mercado interior de la energía se vuelve un objetivo imposible».

Este proceso de fortalecimiento de las empresas domésticas mientras se trataba de introducir la competencia dio lugar a un gran dilema que no se ha sabido resolver y ha llevado a importantes problemas posteriores[88].

Ante las perspectivas de un mercado global altamente competitivo, los distintos gobiernos españoles buscaron la creación de una gran empresa capaz de competir a nivel internacional y, fundamentalmente, dentro del mercado europeo en ciernes, especialmente tras la promulgación de la Directiva 96/92/CE sobre normas comunes para el mercado interior de la energía en 1997.

---

[87] LASHERAS, M. (2006). "La teoría de la regulación: un panorama". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 153-188). Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

[88] Dentro de estos problemas es posible citar el veto, en la primera mitad de 1999, del gobierno a una posible adquisición de Hidroeléctrica del Cantábrico por Unión Fenosa. Para ello alegó que con dicha adquisición se reducía el número de operadores de cuatro a tres, deteriorando la competencia en España. En realidad, el principal problema para la competencia en España era la posición de dominio del grupo Endesa, contra el que no se tomó ningún tipo de medidas.

Si bien la posterior fusión entre Iberdrola y Gas Natural también fue vetada por la CNE, el motivo alegado fue financiero con base en la función 14 de la Ley del Sector Eléctrico, y no de concentración, al tener la empresa resultante un elevado apalancamiento que podía acarrear problemas de inversión en las actividades reguladas.

Esta realidad, sin embargo chocaba con la necesidad de crear un mercado competitivo español en la medida en que el mercado europeo no se desarrollase suficientemente debido a la falta de interconexiones internacionales, especialmente transpirenaicas, y a la falta de armonización regulatoria.

Por un lado el gobierno trató de crear una empresa pública fuerte, capaz de competir en el futuro mercado europeo energético y, más allá, en un mercado globalizado. En este sentido hay que entender las diversas medidas adoptadas para adaptar y reestructurar el grupo Endesa. Sin embargo, este objetivo del gobierno, seguido en otros sectores estratégicos como el de los hidrocarburos o las telecomunicaciones (Repsol o Telefónica) chocó con la creación de un mercado competitivo en España.

Este dilema se puede ver perfectamente en VIVES (2006)[89], que por un lado afirma que «se ha repetido el error británico al privatizar un sector concentrado, dado que Endesa aumentó de tamaño antes de privatizarse» y por otro considera, que «el bloqueo sistemático de toda iniciativa de restructuración del sector, impidiendo el desarrollo de la convergencia entre gas y electricidad, por ejemplo, plantea interrogantes sobre la capacidad de las empresas españolas de competir en el futuro mercado integrado europeo de energía».

En este mismo sentido se ha manifestado DE LA QUADRA-SALCEDO (2006)[90] al afirmar que «las dificultades puestas a operaciones de concentración para garantizar una mayor competencia pueden hacer más vulnerables a las empresas españolas, que finalmente deciden no concentrarse, frente a ofertas públicas de adquisición de acciones por parte de empresas comunitarias,

[89] VIVES, X. (2006). "El reto de la competencia en el sector eléctrico". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 223-246). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

[90] DE LA QUADRA-SALCEDO, T. (2006). "Diez años de legislación energética en España". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 307-352). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

especialmente estatales o con influencia estatal a través de distintas formas de influir en tales empresas privadas. Ello no supone en principio ningún problema, salvo que las posibilidades de lanzar una OPA por empresas españolas sobre empresas de otros países comunitarios en los que el generador principal sea una empresa pública o con participación pública son muy limitadas, puesto que la decisión de vender o no vender las acciones depende del accionista que es el poder público y por eso se guía por motivaciones distintas del ánimo de lucro […]». Posteriormente, el mismo autor mantiene que «esto crea una situación de desigualdad –por otra parte permitida por el artículo 295 del tratado–, pues esa situación no se da a la inversa en relación con las OPAs de una empresa pública comunitaria –o con fuerte intervención pública– respecto de una privada –española o de otro país comunitario-, puesto que los accionistas de esta última sólo se moverán en función de su legítimo interés particular».

La liberalización y creación de un mercado competitivo de electricidad presenta innumerables barreras que, por ejemplo, no se producen en el mercado de las telecomunicaciones. Por ello, la creación de un mercado eléctrico único es un proceso lento que pasa por la armonización de las distintas normativas nacionales dentro de la UE y por la mejora de las interconexiones. Ello lleva a que sea un dilatado en el tiempo y no exento de dificultades. Además es un proceso que está siguiendo un ritmo distinto en cada país miembro de la UE. Mientras a finales de los años noventa Gran Bretaña tenía ya un mercado competitivo, otros países como Francia o Portugal, apenas habían iniciado la apertura de sus monopolios.

Por lo tanto la situación con la que nos encontramos es la de creación de pequeños mercados regionales o nacionales que convergen de forma lenta y desacompasada hacia un gran mercado europeo de electricidad.

Ante esta situación, España se encontró, ya dentro de la Unión Europea con un gran dilema: la liberalización de su mercado nacional no se veía acompañada de un mercado competitivo sino de un reducido número de empresas

con elevadas cuotas de mercado que limitaban claramente el potencial para tener un mercado plenamente competitivo.

Frente al modelo inglés[91] en el que el gobierno británico junto con la liberalización procedió a la segregación de las principales empresas del sector con el objeto de crear competencia; los diferentes gobiernos españoles, lejos de reducir las cuotas de mercado de los diferentes operadores, permitió –y se puede decir que fomentó– una mayor concentración. En este sentido, mediante el proceso de concentración llevado a cabo en torno a Endesa, se creó una empresa con tamaño para competir en un mercado europeo aun inexistente y cuya creación podría demorarse, como finalmente ha sido, por muchos años. El problema era que la existencia de esta empresa impedía lograr una efectiva competencia en el mercado español debido al poder de mercado de un grupo con cuotas de mercado del entorno del 50%[92].

1.3.8.- Principales críticas al proceso de liberalización en España

Si en capítulos anteriores analizábamos la evolución del sector eléctrico español, con énfasis fundamentalmente en el proceso de liberalización iniciado a inicios de los años noventa, tras llevar a cabo una revisión de los principales hitos del sector en estos años, es útil también revisar las principales críticas que, desde un punto de vista más académico, ha recibido el proceso de liberalización en España.

[91] El gobierno portugués si bien siguió en un principio el camino seguido en el sector británico con la creación de varias empresas distribuidoras que pudiesen en una segunda fase competir entre ellas, en una segunda fase renunció a dicho esquema, pasando a fortalecer el papel monopolista de EDP.

[92] En este sentido el presidente de la Comisión del Sistema Eléctrico Nacional, Fernández-Ordóñez, decía en 1996 al respecto de las OPAs de Endesa sobre Sevillana de Electricidad y FECSA: «Aunque no puedo valorar una operación que desconozco oficialmente, sí puedo recordar que va contra el espíritu de esta comisión aquellos acuerdos que fomentan la concentración en el sector eléctrico». [ABC, edición de 19 de octubre de 1996].

Como bien dice ARIÑO (2006) refiriéndose a la situación del sector eléctrico español en el año 2006, «nos encontramos en un momento de revisionismo generalizado. Nadie quiere volver atrás, pero nadie sabe tampoco muy bien dónde quiere ir». Esta situación es todavía más grave tras la caída de Endesa, la empresa que junto a Gas Natural estaba llamada a convertirse en la gran multinacional española para el sector eléctrico y gasista, en manos de la empresa estatal italiana ENEL[93]. Una visión más crítica era la de PÉREZ ARRIAGA, BATLLE y VÁZQUEZ (2006)[94] al afirmar que «el mercado eléctrico ibérico es posiblemente el de futuro más incierto entre los europeos»[95]. También es especialmente crítica FABRA (2006)[96] al considerar que «la Ley del Sector Eléctrico ha presentado diversos síntomas de agotamiento» y, sobre todo al mencionar «la inviabilidad del marco regulatorio actual»[97].

De cara a llevar a cabo un análisis crítico sobre la liberalización del sector eléctrico en España es importante hacer una revisión de la principal literatura al respecto. Las principales críticas que ha recibido el sector eléctrico han sido:

---

[93] Es importante, sin embargo, al referirnos a la opinión del profesor Ariño, que considera que «los resultados del nuevo modelo de regulación introducido en 1997 han sido, en general, positivos y fueron bien recibidos por la opinión especializada». Ver en ARIÑO, G. (2006b). "Privatizaciones y liberalizaciones energéticas: Balance de situación". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 461-482). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

[94] PÉREZ ARRIAGA, J., BATLLE, C. y VÁZQUEZ, C. (2006). "Los mercados eléctricos en Europa". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 189-222). Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

[95] VIVES (2006) mantiene una visión más moderada al afirmar que «el balance del proceso de liberalización en España en mixto. Por una parte, los resultados en términos de precios y seguridad del suministro se sitúan en una posición intermedia entre los países desarrollados. España tiene un mercado mayorista sofisticado, se ha separado verticalmente la fase de transporte con la rebaja de participaciones de las grandes empresas en REE, y se ha constituido un regulador del sector energético competente. Sin embargo la estructura de mercado concentrada, heredada del proceso de privatización, una insuficiente capacidad de interconexión con Francia y la falta de aprovechamiento de las propuestas de fusión para generar una estructura de mercado más proclive a la competencia plantean un problema potencial de poder de mercado. Asimismo, el bloqueo sistemático de toda iniciativa de restructuración del sector, impidiendo el desarrollo de la convergencia entre gas y electricidad, por ejemplo, plantea interrogantes sobre la capacidad de las empresas españolas de competir en el futuro mercado integrado europeo de energía».

[96] FABRA, N. (2006). "El funcionamiento del mercado eléctrico bajo la ley del sector eléctrico". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 247-276). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Financial.

[97] En esta misma línea de considerar que una revisión profunda del modelo es necesaria se pronunciaba DE LA QUADRA-SALCEDO (2006)

Las realizadas, en primer lugar, por ARIÑO (2006), que a su vez analizaba las críticas previas de ATIENZA y DE QUINTO (2003)[98], de SIERRA (2006)[99] y del propio Libro Blanco elaborado por el profesor PÉREZ ARRIAGA (2005)[100].

Y sobre todo es importante analizar las obras dirigidas por GARCÍA DELGADO y JIMÉNEZ (2007)[101] que reúnen en dos obras diferentes las críticas de un compendio muy relevante de especialistas del sector.

Ante la importante enumeración de críticas vertidas sobre el proceso de liberalización en España, puede ser útil hacer una clasificación de las principales críticas atendiendo a las doce lecciones mencionadas por JOSKOW[102] en su revisión de los principales procesos de liberalización.

Es evidentemente que la principal crítica que se puede hacer a cualquier modelo de liberalización es que no se ha traducido en un incremento de la competencia[103]. Entre los motivos para esta situación mencionados en la literatura, es posible encontrar diversos grupos de razones.

---

[98] ATIENZA, L. y DE QUINTO, J. (2003). "*Regulación para la competencia en el sector eléctrico español*". Madrid: Fundación Alternativas.

[99] SIERRA, J. (2006). "La energía: encrucijada y retos". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 3-32). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

[100] Debido a que ya hemos dedicado un capítulo al Libro Blanco, a su análisis crítico del mercado eléctrico español y a sus principales propuestas, en este capítulo hemos obviado las menciones al mismo, si bien en gran medida aparecen en la boca de otros autores a los que se hace referencia en el presente epígrafe.

[101] GARCÍA DELGADO, J. L. y JIMÉNEZ, J. (2007). "*Energía y regulación*". Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitasy GARCÍA DELGADO, J. L. y JIMÉNEZ, J. (2006). "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*". Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

[102] JOSKOW, P. (2008). "Lessons Learned from Electricity Market Liberalization". *The Energy Journal (Special Issue on the Future of Electricity)*, pp. 9-42.

[103] Prácticamente todas los análisis críticos de la liberalización en España parten de este principio básico por lo que entendemos que sería estéril citar todos los autores que han referido este problema. Es interesante, sin embargo, destacar cómo, aunque sea de forma meramente colateral, ARIÑO (2006b) distingue los diferentes problemas a los que se han enfrentado los principales mercados eléctricos al mencionar la «crisis californiana del año 2000, disfunciones apreciadas en el "*pool*" británico, poder de mercado y falta de competencia efectiva en el caso español, fracaso de la comercialización y escasos resultados de los mercados minoristas de Estados Unidos».

La concentración vertical es señalada por ATIENZA y DE QUINTO (2003) y por JIMÉNEZ (2006). Una aportación interesante a este debate es también la de VIVES (2006), que si bien ataca una estructura de mercado concentrada, considera que una reestructuración del sector que resultase en una mayor integración de empresas eléctricas y gasistas de forma que se pudiese «garantizar la eficiencia productiva y competitividad internacional de las empresas»[104] sería positiva para la competencia.

La integración horizontal fue puesta de manifiesto por autores como DE LA QUADRA-SALCEDO (2006), ARIÑO (2006b), que subraya la contradicción entre el Libro Blanco y «el planteamiento casi en simultáneo de una operación de concentración empresarial muy disputada que parece contradecir el modelo de regulación que se predecía», o SIERRA (2006), que subraya como en el seno de la Unión Europea se da la paradoja de que se ha partido de modelos muy oligopolísticos y por tanto poco pro-competitivos y la situación ha tendido a empeorar con aumentos de concentración al centrarse los principales países más a crear campeones nacionales que a fomentar la competencia[105]. Un importante riesgo señalado por dicho autor es que la integración europea en vez de lograr «operadores multinacionales» que mejoren la competencia cree simplemente «auténticos campeones europeos» que reproduzcan los problemas de oligopolio nacionales a un nivel paneuropeo. En este mismo sentido profundizan ORTIZ DE URBINA y MONTORO (2007)[106] que destacan la importancia que, junto con el proceso de liberalización del sector, han tenido la implantación de la Moneda Única y el proceso de creación dentro de la Unión Europea de un mercado interior de la energía en el proceso de fusiones y adquisiciones evidenciado en el sector

[104] En el mismo artículo VIVES afirma que «los elementos que apuntan en la dirección de una competencia vigorosa es tener una estructura de mercado no muy concentrada, empresas con capacidades y una cartera de tecnologías similares, contratos de largo plazo y de futuros desarrollados, y unas empresas verticalmente integradas en las fases de generación y comercialización que equilibren oferta y demanda en el mercado al contado».

[105] El caso español resulta paradigmático con el Libro Blanco publicado en el verano de 2005 abogando por mayor competencia y el gobierno favoreciendo al mismo tiempo (septiembre de 2005) la compra de Endesa por parte de gas Natural.

[106] ORTIZ DE URBINA, M. y MONTORO, M. (2007). "Las fusiones y adquisiciones de las principales empresas eléctricas europeas (2000-2006)". *Boletín Económico de ICE* (2914), pp. 19-30.

eléctrico europeo en el periodo 2000-2006. Resaltan además de forma interesante el efecto contrario al deseado del Dictamen del Comité Económico y Social-TEN/079 de octubre de 2001 que abogaba por que el proceso de establecimiento de un mercado interior pasaba inexorablemente por un proceso de desregulación y desaparición de los monopolios naturales, pero acabó por tener un efecto contrario al deseado al buscar las empresas, ante las amenazas que ello implicaba en sus mercados domésticos, nuevos mercados, tanto fuera como dentro de la propia Unión Europea, con los que obtener economías de escalas.

Otros autores que profundizan en la alta concentración tanto en generación como en distribución/comercialización son JIMÉNEZ (2006)[107] que señalaba como «la liberalización –previa privatización de las empresas dominantes, en algún caso– de los sectores del petróleo, el gas y la electricidad no ha alterado, en esencia, la altísima concentración empresarial de estos mercados». En esta misma línea, VIVES (2006) afirma que «se ha repetido el error británico al privatizar un sector concentrado, dado que Endesa aumentó de tamaño antes de privatizarse».

Con una visión más optimista, autores como LASHERAS (2006) consideran «es posible promover la competencia bajo estructuras oligopolísticas, siempre que se fomente la rivalidad y se controle el comportamiento de los agentes del mercado» ya que «el diseño de los mercados, en cuanto a condiciones de información, tipos de subasta, coordinación con los mercados a plazo y de capacidad, asimetría en capacidad instalada, contestabilidad…, pueden afectar a la rivalidad tanto o más que la estructura sectorial». Esta visión ha sido sin duda, a nuestro juicio, la excusa empleada por gobiernos como el español para llevar a cabo procesos de concentración como el proyectado con la compra de Endesa por Gas Natural que fue finalmente abortada por la irrupción de E.ON y ENEL.

[107] JIMÉNEZ, J. (2006). "Una década de profundas transformaciones en el sector energético español". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 67-92). Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

En la misma línea se manifestaba VIVES (2006), que si bien consideraba que indicadores de nivel de concentración de un mercado como el índice Herfindhal se situaba en 1996 en torno a 3460, la tendencia fue descendente y debería situarse en torno a 2200 en 2008-09, y además «han existido factores compensadores al ejercicio del poder de mercado». Con respecto a las distintas operaciones de concentración fallidas a lo largo de los últimos años (fusión de Endesa e Iberdrola en 2000; OPA de Gas Natural por Iberdrola en 2003 y OPA de Gas Natural por Endesa en 2005), el mismo autor afirma que «esto (el que se hayan frustrado dichas operaciones) ha impedido, hasta el momento, que se profundice en la tendencia general a la convergencia entre gas y electricidad y que las empresas españolas se puedan preparar de manera adecuada para una fase de integración del mercado europeo eléctrico y de la energía en general».

En contra de estas opiniones, sin entrar en el tema de la convergencia entre gas y electricidad, parece manifestarse ARIÑO (2006b) al manifestar que «sin restar relevancia al marco regulatorio, como instrumento de re-creación de un mercado competitivo en el que se puedan insertar algunos de los instrumentos y técnicas que prevé el Libro Blanco como subastas virtuales, contratos de largo plazo, contratos virtuales de energía donde el regulador especifica cantidad y precio), la experiencia de estos años […] muestra la importancia de una estructura empresarial adecuada, que resuelve por sí misma muchos problemas difíciles de abordar con reglas de comportamiento».

Un tema fundamental a la hora de analizar el alto grado de concentración en el mercado español es lo que podríamos denominar «la amenaza europea». En un sector considerado estratégico, la existencia de grandes empresas extranjeras, en su mayoría públicas o altamente intervenidas, en muchos casos casi monopolistas en sus mercados nacionales, y con grandes ansias de comprar empresas más pequeñas en el extranjero, ha producido en la Europa continental un proceso de reacción que ARIÑO (2006b) ha dado en llamar con notable acierto

«los nacionalismos rampantes» y que ha provocado «una política de concentración y protección de las empresas nacionales». Dicho proceso tiene también sus «perdedores nacionales»: las industrias y consumidores nacionales, afirmando el mismo autor que con una «estructura empresarial que aboca una política de campeones nacionales es muy difícil que florezca la competencia».

La falta de inversión en redes es puesta de manifiesto por autores como ATIENZA y DE QUINTO (2003), centrándose básicamente en la distribución mientras que SIERRA (2006) se centra más en la falta de interconexiones internacionales, aspecto vital para reducir el poder de mercado de empresas que son prácticamente monopolios en sus países. VIVES (2006) también coincide, si bien de forma colateral, en «la insuficiente capacidad de interconexión con Francia».

ARIÑO (2006b) se centra en el mallado de las redes ya que «sin una red mallada con suficiente capacidad de transmisión […] el poder de mercado se hace presente a cada momento, los mercados se fragmentan, la colusión entre empresas resulta muy factible y la competencia desaparece en muchos ámbitos territoriales y durante muchas horas del día».

Otro problema habitualmente señalado es una estructura de tarifas reguladas que ha desincentivado el paso al mercado liberalizado. En este sentido se han pronunciado, entre otros JIMÉNEZ (2006), PÉREZ ARRIAGA, BATLLE y VÁZQUEZ (2006), DE LA QUADRA-SALCEDO (2006) o ARIÑO (2006b).

VIVES (2006) a este respecto afirmaba que la tarifa «ha sido un instrumento de política económica de control de inflación, posible en unas condiciones de precios moderados de la energía, tipos de interés bajos y existencia de capacidad excedente. Al desligar el pago de los consumidores del coste de producción se puede incurrir, tal como ha sucedido, en un déficit de tarifa cuando

las condiciones precedentes cambian. Al mismo tiempo no se transmiten las señales de coste apropiadas a los consumidores ni incentivos a la gestión de la demanda».

Una crítica relacionada con la anterior y que no se centra sólo en el caso español es la que hizo LASHERAS (2006) a los sistemas de "*pool*" como el establecido en el caso español debido a problemas como el proporcionar señales de precio excesivamente cortoplacistas, difíciles de combinar con tarifas de largo plazo, dando lugar en el caso español a los famosos déficits de tarifa. FABRA (2006), también hizo una crítica detallada sobre el "*pool*" español y aspectos tan importantes como el déficit de tarifa, la posibilidad de reemplazar el sistema de precios uniformes por una subasta de precios discriminatorios[108], los CTCs[109] o el Real Decreto-ley 3/2006, de 24 de febrero, por el que se modifica el mecanismo de casación de las ofertas de venta y adquisición de energía presentadas simultáneamente al mercado diario e intradiario de producción por sujetos del sector eléctrico pertenecientes al mismo grupo empresarial[110]; llegando a la conclusión que dicho mercado necesitaba una reforma integral. En la misma línea ARIÑO (2006b) consideraba, con base en estudios previos, que «la implantación de un mercado "*spot*" de corto plazo que absorba y centralice la totalidad de la energía (porque todos tienen la obligación de llevarla a él) no puede dar lugar nunca a precios competitivos».

[108] Básicamente, que las diferentes centrales no recibiesen para cada tramo horario el precio fijado por el precio ofertado por el último kilovatio hora ("kWh") (o marginal) sino que cada central que entrase en la casación recibiese el precio ofertado y no el marginal. Este tema ha sido tratado con detalle en: FABRA, N. (2003). "Tacit collusion in repeated auctions: Uniform vs. discriminatory". *Journal of Industrial Economics , 51* (3), pp. 271-293; y FABRA, N., VON DER FEHR, N.-H. y HARBORD, D. (2006). "Designing electricity auctions". *Rand Journal of Economics , 37* (1), pp. 23-46.

[109] Con respecto a los CTCs, es interesante la postura de FABRA, similar a la del Libro Blanco al afirmar que «si la existencia de los CTCs se justificaba porque las inversiones se habían realizado bajo un marco retributivo distinto que garantizaba una cierta rentabilidad, de la que las empresas no podían ser expropiadas, ¿se justifica el que las empresas reciban una rentabilidad superior, esto es, que reciban "*windfall profits*" cuando los CTCs garantizaban un precio mínimo? En otras palabras, al eliminar los CTCs y no contemplar la devolución de los saldos negativos, se está rompiendo, a favor de las empresas, el compromiso recíproco que el Protocolo Eléctrico había establecido entre regulador y empresas». A nuestro juicio esta afirmación es un tanto injusta por cuanto los CTCs eran un sistema basado en precios y no en márgenes y por tanto, si la subida de precios se debió a factores exógenos como el aumento de los combustibles, o la internalización de los derechos de CO_2, no es tan claro que los déficit de tarifa puedan ser considerados sin más como CTCs negativos.

[110] BOE nº 50, de 28 de febrero de 2006.

Un tema no menor analizado por DURBÁN (2006)[111] fue el de las dificultades a las que se han enfrentado los consumidores para acceder al mercado liberalizado por motivos como su insuficiente preparación, la confusión generada por la «difícil apreciación de las diferencias y ventajas que presentan ambos mercados, regulado y liberalizado», las barreras burocráticas para la libre elección de suministrados o el alto nivel de fidelización de los consumidores.

Una crítica metodológica señalada por PÉREZ ARRIAGA, BATLLE y VÁZQUEZ (2006) ha sido la de aplicar medidas *ad hoc*[112]. Como bien afirman los autores, «estas medidas impiden el funcionamiento eficiente y seguro de los mercados y complican la salida del actual atollo regulatorio».

1.4.- Intervencionismo en el sector eléctrico

En páginas anteriores se ha tratado de mostrar el carácter estratégico del sector energético, tanto por su peso en la economía como por la importancia de los precios de la energía sobre el resto de la industria del país. Esto ha dado lugar en innumerables ocasiones a que se quebrase lo que ARIÑO (2006b) denomina «la separación entre política y regulación».

A través de su historia hemos podido comprobar cómo se ha pasado de un sector meramente local en sus inicios a un sector plenamente regulado, con un elevado grado de intervención pública, tanto en la gestión de las propias empresas (como accionista, en el caso del grupo Endesa o de REE), como regulador, estableciendo tarifas, fijando la remuneración de las diferentes actividades,

[111] DURBÁN, R. (2006). "El proceso de liberalización en los sectores de la electricidad y el gas natural. Las opciones de suministro para los consumidores: una visión del proceso". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 277-306). Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

[112] Para ello pone como ejemplos los casos como el del déficit tarifario o para evitar que la tarifa refleje la fuerte subida de precios.

planificando el sector, de forma más o menos obligatoria, o estableciendo un marco para la transición a un sistema de competencia.

Es interesante también el haber visto la relevancia, tanto por su elevado número como por su transcendencia, de las OPAs relacionadas con el sector eléctrico desde los años noventa, si bien es este tema en capítulos posteriores podremos ver un análisis más detallado desde un punto de vista jurídico.

Sin lugar a dudas el proceso de ofertas para adquirir la emblemática Endesa ha sido la batalla más trascendente de los últimos años, no ya en ambientes más o menos académicos, jurídicos o económicos, sino también mediáticos. Y a ello habría que añadir todas las ofertas vistas en el caso de la toma de control de Hidrocantábrico o las siete ofertas vistas a lo largo de los años noventa que dieron lugar a la creación del propio grupo Endesa. Es posible afirmar por tanto sin rubor alguno que el sector eléctrico ha sido clave para la evolución de la legislación sobre OPAs en España si quiera como campo de pruebas de la coherencia y estabilidad de dicha regulación. La segunda parte de esta tesis, como ya se explicó en la introducción, será ver hasta qué punto las mencionadas OPAs no han sido sólo parte pasiva de este proceso, es decir, que se han visto sujetas a la regulación sobre OPAs, sino que han acabado siendo parte activa al provocar cambios en la propia regulación sobre OPAs, ya sea *a priori* ya *a posteriori.*

Esta afirmación anterior, a nuestro juicio, podría venir apoyada por lo que ha acontecido en otros campos regulatorios como han sido las "*golden shares*" o «acciones de oro» o la que se vino en llamar «Ley Rato» o ley «anti-EDF», que limitaba el campo de acción de empresas públicas extranjeras en el mercado energético español. En ambos casos, a los que podría añadirse el vergonzoso Real Decreto-ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía, que ya hemos comentado en el capítulo que trata sobre el proceso de OPAs para hacerse con el control del grupo

Endesa. Dicho Real Decreto-ley es un claro ejemplo de regulación hecha *ad hoc* y con un carácter retroactivo impropio de un país que hace del principio de legalidad uno de sus pilares jurídicos.

Creemos por tanto, que desde un punto de vista jurídico hay apoyatura suficiente como para sostener la afirmación de que el regulador, debido a la peculiar naturaleza del sector eléctrico, ha elaborado importantes normas, en algunos casos incluso con ánimo casuístico o particular, con el objeto de mantener cierto control sobre el mismo.

1.4.1.- Golden shares

La «acción de oro» ("*golden share*" en su notación original inglesa) ha sido definida de múltiples formas. Siguiendo a CRUZ (2002)[113] podríamos considerar la «acción de oro» como la «técnica de privatización que se utiliza en aquellos supuestos en los que se estima necesario compatibilizar una operación de transferencias de una empresa pública a la esfera privada con la debida protección de los intereses nacionales. Consiste en transformar mediante una norma incluida en los Estatutos (o establecida legal o reglamentariamente), una acción ordinaria de la entidad que se privatiza en acción especial o "*golden share*". Esta acción, que tras la privatización queda en manos del gobierno, lleva aparejados unos derechos especiales que hacen imprescindible el consentimiento de su titular para que la entidad pueda adoptar válidamente determinadas decisiones que se consideran relevantes para los intereses nacionales».

[113] CRUZ, J. (2002). "*Principios de regulación económica en la Unión Europea*". Instituto de Estudios Económicos, Madrid.

Ruiz-Jarabo en la Conclusiones Acumuladas del Abogado General, de 3 de julio de 2001, citado en SIEGRIST, LAVALLE, y GARGALLO (2003)[114], considera que son «regímenes nacionales que reservan al ejecutivo determinadas prerrogativas de intervención en la estructura accionarial y en la gestión de empresas privatizadas pertenecientes al ámbito de la economía estratégica».

BENEYTO y PUENTE (2005)[115] las definen como «aquellas disposiciones legales que reservan a los Estados, en el caso de la privatización de una sociedad pública, determinados derechos exorbitantes, ya sea confiriendo derecho a nombrar administradores, a limitar o condicionar la participación de socios, derechos de veto, etc. de tal forma que si bien es Estado deja de participar en el accionariado –y por tanto de asumir su riesgo– se reserva un determinado control sobre la sociedad». ARIÑO (2006) considera que «por "acciones de oro" se entienden aquellos títulos dotados de prerrogativas especiales, que el Estado se reserva en empresas privatizadas pertenecientes a sectores estratégicos con el fin de controlar en último término la alta dirección de la compañía y su titularidad en manos cercanas. Este control último puede lograrse participando tanto en la composición del órgano de administración como en las decisiones corporativas; en este último caso, mediante el veto de las acciones relevantes para la gestión corporativa, como la disolución, venta de activos básicos, fusión o escisión, cambios en el objeto social o compras y ventas de participaciones de control».

La Comisión Europea encuadra las «acciones de oro» dentro del más amplio concepto de «derechos especiales», entre los que se incluirían el derecho exclusivo al cambio de propiedad de una empresa privatizada ("*exclusive rights to control changes in ownership*") o el derecho especial de veto en la toma de

[114] SIEGRIST, P., LAVALLE, J. y GARGALLO, E. (2003). "*La acción de oro o el problema de las privatizaciones en un mercado único*". Instituto de Estudios Europeos, Madrid.

[115] BENEYTO, J. M. y PUENTE, J. (2005). "Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado". Universidad San Pablo-CEU, Instituto de Estudios Europeos. Madrid: Documentos de trabajo nº2.

decisiones ("*exclusive veto rights on management decisions*")[116]. Dentro de este grupo, la «acción de oro» sería una acción propiedad del gobierno por un periodo finito o infinito de tiempo y que le otorga poder de veto sobre eventos específicos y cambios en la estructura de la compañía.[117]

De estas cuatro definiciones es posible extraer tres notas características de las acciones de oro:

- Derechos o prerrogativas especiales que el Estado se reserva en empresas privatizadas;

- En empresas en sectores estratégicos;

- Si bien en su definición más estricta se refiere a derechos conferidos en virtud de la propiedad de acciones de la compañía en cuestión, en su definición más laxa se incluye dentro del concepto de «acción de oro» todo el elenco de lo que la Comisión Europea califica como derechos especiales, con independencia de que no sean atribuidos al Estado mediante la propiedad de acciones de la sociedad sino mediante otros mecanismos como la regulación.

El sector eléctrico, como ejemplo de sector estratégico privatizado o en fase de privatización en la mayoría de países de nuestro entorno ha sido paradigmático en el establecimiento de la acción de oro. La acción de oro, con origen en el Reino Unido, pionero por otro lado en los procesos de privatización, también se aplicó en países como Francia, Bélgica o Portugal, entre otros.

---

[116] COMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2005). "Special rights in privatised companies in the enlarged Union–a decade full of developments" . Comission Staff working Document, Bruselas.

[117] «A golden share is one of the most commonly used type of special right. It is usually enshrined in the Articles of Association of the company, which can be altered only with the consent of the government. The golden share is a share held by the government for a finite or infinite period that enables the state to veto specific events and changes in the company's structure».

En el caso español la norma que instauró la «acción de oro» fue la Ley 5/1995, de 23 de marzo, de régimen jurídico de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas[118], completada por diversos reales decretos posteriores que afectaron a empresas como Endesa (que expiraba el 8 de junio de 2007), Repsol (febrero de 2006), Telefónica (febrero de 2007), Indra (marzo de 2004), Iberia (abril de 2006), Argentaria y Tabacalera (empresas estas en las que el Estado renunció a la acción de oros una vez que ambas se fusionaron con otras empresas del sector). Sin embargo, la Comisión Europea consideró que las «acciones de oro» establecidas por todos los países anteriormente citados implicaban una barrera a la libre circulación de capitales y a la libertad de establecimiento en el mercado interior. El Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas falló en junio de 2002 contras los regímenes de Portugal, Francia y Bélgica. La decisión para el caso español sólo llegó con la Sentencia de 13 de mayo de 2003 (asunto C-463/00) que, como era previsible, las consideró contrarias al Derecho comunitario europeo[119].

Ante la decisión de Tribunal de Justicia, España trató de modificar la norma en cuestión mediante la Disposición Adicional Vigésimo Quinta de la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y de orden social[120]. Sin embargo, la Comisión Europea consideró en julio de 2004 que los cambios introducidos no eran suficientes. Ante esta situación y quizá el menor

[118] BOE nº 72, de 25 de marzo de 1995. Derogada.

[119] Básicamente las sentencias entienden que aquellas normas que distinguen entre inversores nacionales y extranjeros o que se basan en un sistema de autorización previa altamente discrecional son contrarias a la libre circulación de capitales. Si bien por razones de orden público, seguridad pública o interés general se puede en ciertos casos limitar la libre circulación de capitales, ello requiere que ello sea de acuerdo con los principios de proporcionalidad, necesidad y neutralidad, situación que por lo general no se daba en la normativa sobre la "*golden share*". Sobre estos temas puede consultarse FERNÁNDEZ TORRES, I. (2008). "Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*110), 7-47; VELASCO, L. A. y SÁNCHEZ FELIPE, J.M. (2002). "La libertad de establecimiento de las sociedades en la UE: El estado de la cuestión después de la SE". *Revista de Derecho de Sociedades* (19), pp. 15-38; BUSTILLO SAIZ, M. M. (2006). "Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la «doctrina de la acción de oro» (primera parte)". *Revista de Derecho Mercantil* (259), pp. 7-54; BUSTILLO SAIZ, M. M. (2006). "Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la «doctrina de la acción de oro» (segunda parte)". *Revista de Derecho Mercantil* (260), pp. 457-510; o SALAZAR, L. (2005). "La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*97), pp. 97-136.

[120] BOE nº 313, de 31 de diciembre de 2003.

riesgo percibido por el propio gobierno español[121], en noviembre de 2005 se presentó un proyecto de ley que visaba terminar con las «acciones de oro» que en dicha fecha continuaban vigentes, o sea las de Iberia, Telefónica y Endesa (si bien ésta en proceso de ser comprada por Gas Natural, que había lanzado su OPA apenas dos meses antes con el beneplácito más o menos explícito del propio gobierno). Dicho proyecto fue finalmente aprobado ya en 2006 como Ley 13/2006, de 26 de mayo, por la que se deroga el régimen de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas establecido por la Ley 5/1995, de 23 de marzo, y sus disposiciones de desarrollo y ejecución[122].

1.4.2.- La «Ley Rato» y su diferente aplicación

A finales de 1999, en plena batalla por Hidroeléctrica del Cantábrico, el gobierno introdujo en la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social[123], una disposición –Disposición Adicional Vigésima Séptima– que permitía al Ejecutivo limitar al 3% los derechos políticos de compañías extranjeras con capital público que tomaran participaciones relevantes en empresas energéticas españolas. La redacción fue posteriormente modificada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social. Siendo D. Rodrigo Rato el Ministro de Economía que llevó a cabo dichas reformas, la denominación de «Ley Rato» para referirse a la misma fue rápidamente adoptada por los medios económicos

[121] De hecho la propia Exposición de Motivos de dicha norma explicaba que junto con la decisión del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en su sentencia de 13 de mayo de 2003, »tras un más que razonable periodo de vigencia, durante el cual el régimen anterior ha demostrado su utilidad, puede afirmarse que la estabilidad de las empresas objeto de aquél está hoy día asegurada y no se aprecian riesgos significativos para el regular desarrollo de sus actividades. Ello obliga a cuestionar la necesidad de mantener la vigencia del mismo en un momento en que su finalidad ha quedado ya suficientemente cumplida […]».

[122] BOE nº 126, de 27 de mayo de 2006.

[123] BOE nº 312, de 30 de diciembre de 1999.

Dicha Ley planteaba ciertas dudas con respecto a su compatibilidad con el Derecho Comunitario; sin embargo, hasta que fue declarada finalmente ilegal actuó como amenaza para evitar compras hostiles por parte de determinados operadores extranjeros en el sector energético.

En su redacción del año 2003 la norma establecía lo siguiente:

Participaciones públicas en el sector energético.

1. Las entidades o personas de naturaleza pública y las entidades de cualquier naturaleza, participadas mayoritariamente o controladas en cualquier forma por entidades o Administraciones públicas, cualquiera que sea la forma jurídica que adopten, que directa o indirectamente tomen el control o adquieran participaciones significativas de sociedades de ámbito estatal que realicen actividades en los mercados energéticos deberán notificar a la Secretaría de Estado de Energía, Desarrollo Industrial y PYMES de la toma de control o adquisición que se haya efectuado, con especial referencia a las características y condiciones de la adquisición.

2. La Secretaría de Estado de Energía, Desarrollo Industrial y PYMES cuando haya sido notificada, o de oficio en el caso en que dándose el supuesto del número anterior no haya tenido lugar la notificación, instruirá un expediente, de conformidad con lo previsto en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, en cuanto tenga conocimiento, y en el que informará preceptivamente la Comisión Nacional de Energía.

3. El Consejo de Ministros previo informe de la Comisión Delegada del Gobierno para Asuntos Económicos en el plazo máximo de dos meses podrá resolver reconociendo o no el ejercicio de derechos políticos correspondientes, o sometiendo el ejercicio de los mismos a determinadas condiciones en atención, entre otros, a los principios de objetividad, transparencia, equilibrio y buen funcionamiento de los mercados y sistemas energéticos.

En todo caso, desde que se produzca la toma de control o la adquisición de participaciones significativas de sociedades de ámbito estatal que realicen actividades en los mercados energéticos y hasta que no se pronuncie el Consejo de Ministros, por resolución expresa o por silencio, si no resuelve expresamente

dentro del plazo máximo de que dispone, las entidades o personas a que se refiere el número 1 de la presente disposición no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes a las participaciones en el mismo indicadas.

La resolución del Consejo de Ministros, que será motivada, tendrá en cuenta si la toma de control o adquisición de participaciones significativas tiene como consecuencia la existencia de riesgos significativos o efectos negativos, directos o indirectos, sobre las actividades desarrolladas por las empresas en los mercados energéticos con el fin de garantizar la adecuada gestión y prestación de servicios por las mismas dentro del sistema energético, de conformidad con los criterios objetivos que se especifica en el apartado siguiente.

La falta de resolución del expediente en el plazo a que se refiere el párrafo primero del presente apartado permitirá el ejercicio de los derechos políticos correspondientes a las mismas.

4. A los efectos previstos en el apartado anterior, la existencia de riesgos significativos o efectos negativos se apreciará en función de:

a) La transparencia en la estructura del grupo al que eventualmente pueda incorporarse la entidad como consecuencia de la operación y, en general, la existencia de dificultades para obtener la información necesaria sobre el desarrollo de sus actividades.

b) Los vínculos que, como consecuencia de la operación, la entidad en cuestión pueda mantener con otras personas físicas o jurídicas, siempre que tales vínculos puedan obstaculizar el buen ejercicio de la ordenación y supervisión de la correspondiente entidad.

c) La posibilidad de que la entidad quede expuesta, de forma inapropiada, al riesgo de cualesquiera otras actividades desarrolladas por los adquirentes.

d) El riesgo que la estructura financiera de la operación haga recaer sobre las actividades de la entidad sometidas a regulación, y sobre los recursos obtenidos por dichas actividades, en especial cuando se trate de rentas de origen regulados que se transfieren a actividades distintas de aquellas que las originan.

e) Seguridad del suministro o de la disponibilidad física ininterrumpida de los productos o servicios y, en particular, en la necesidad de preservar y desarrollar la estructura de los mercados en cuestión con una calidad

adecuada, y de forma accesible a todos los usuarios con independencia de su localización geográfica; en especial, la protección frente al riesgo de una inversión insuficiente en infraestructuras a largo plazo que no permita garantizar, de forma continuada, la disponibilidad de una capacidad suficiente.

f) Protección del interés general en el sector correspondiente afectado y, en particular, la garantía de un adecuado mantenimiento de los objetivos de política sectorial.

La anterior resolución se entenderá sin perjuicio de las autorizaciones que resulten pertinentes en virtud del ordenamiento jurídico vigente.

5. A los efectos de la presente disposición se considerarán participaciones significativas aquellas que directa o indirectamente alcancen al menos el 3% del capital social o de los derechos de voto de la sociedad.

6. Se entenderá que existe una relación de control a los efectos de esta disposición siempre que se dé alguno de los supuestos previstos en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

Dicha ley se empleó por primera vez en el caso del proceso de adquisición de Hidrocantábrico en mayo de 2001, limitándose al 3% los derechos de voto de EDP y de EnBW en la compañía española. La Comisión Europea estudió rápidamente el asunto, al ser de su competencia y aprobó la entrada de ambos operadores en el accionariado de Hidrocantábrico con la sola condición de un incremento de las interconexiones con el mercado español. El Consejo de Ministros, con base en la «Ley Rato» autorizó, tras la decisión de la Comisión Europea, a EnBW y a EDP a ejercer sus derechos políticos en Hidrocantábrico.

Su finalidad parecía ser de naturaleza meramente disuasoria. En 2007, el gobierno socialista actuó de la misma forma en el caso de la compra de Endesa por la italiana ENEL.

El 14 de febrero de 2008 el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TUE), ante el recurso impuesto por la Comisión Europea el 23 de junio de 2006[124] consideró que España incumplía con dicha regulación la regulación europea[125]. Ante dicha resolución, el Real Decreto-ley 6/2009, de 30 de abril, por el que se adoptan determinadas medidas en el sector energético y se aprueba el bono social,[126] derogó finalmente la «Ley Rato».

1.4.3.- La Función Decimocuarta de la CNE

Como ya hemos mencionado al hablar de la oferta competidora de E.ON sobre Endesa, se produjo una situación paradigmática en el campo del control de operaciones de concentración de éste tipo por parte del gobierno.

Tras el anuncio de la OPA por parte de la empresa germana, las autoridades españolas se dieron cuenta de no tenían posibilidad de entrar a analizar la operación de la empresa alemana. Debido a la naturaleza de la operación, quedaba en manos de las autoridades de Defensa de la Competencia comunitarias analizar las implicaciones de dicha OPA en dicha materia. A nivel de actividades reguladas, la normativa en vigor sólo hacía obligatoria la revisión de la operación por parte de la CNE cuando el comprador era una empresa que ejercía actividades reguladas en el sector eléctrico español. Ante esta situación, y con cierta premura, el gobierno aprobó poco después de que E.ON presentase su oferta el polémico Real Decreto-ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía, que habilitaba, al

[124] Recurso interpuesto el 23 de junio de 2006 - Comisión de las Comunidades Europeas/Reino de España (Asunto C-274/06). (2 de septiembre de 2006). *Diario Oficial de la Unión Europea*.

[125] Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Tercera) de 14 de febrero de 2008 - Comisión de las Comunidades Europeas/Reino de España (Asunto C-274/06). (29 de marzo de 2008). *Diario Oficial de la Unión Europea*.

[126] BOE nº 111, de 7 de mayo de 2009.

tener efectos retroactivo[127], a la CNE a revisar la oferta de E.ON. La redacción de la nueva Función Decimocuarta era la siguiente:

Decimocuarta.

1. Autorizar la adquisición de participaciones realizada por sociedades con actividades que tienen la consideración de reguladas o actividades que estén sujetas a una intervención administrativa que implique una relación de sujeción especial, tales como centrales térmicas nucleares, centrales térmicas de carbón de especial relevancia en el consumo de carbón de producción nacional, o que se desarrollen en los sistemas eléctricos insulares y extra-peninsulares, así como las actividades de almacenamiento de gas natural o de transporte de gas natural por medio de gasoductos internacionales que tengan como destino o tránsito el territorio español.

La autorización será igualmente requerida cuando se pretenda la adquisición de participaciones en un porcentaje superior a un 10% del capital social o cualquier otro que conceda influencia significativa, realizada por cualquier sujeto en una sociedad que, por sí o por medio de otras que pertenezcan a su grupo de sociedades, desarrolle alguna de las actividades mencionadas en el párrafo anterior de este apartado 1. La misma autorización se requerirá cuando se adquieran directamente los activos precisos para desarrollar las citadas actividades.

2. Las autorizaciones definidas en los dos párrafos del apartado 1 anterior podrán ser denegadas o sometidas a condiciones por cualquiera de las siguientes causas:

a) La existencia de riesgos significativos o efectos negativos, directos o indirectos sobre las actividades contempladas en el apartado 1 anterior.

b) Protección del interés general en el sector energético y, en particular, la garantía de un adecuado mantenimiento de los objetivos de política sectorial, con especial afección a activos considerados estratégicos. Tendrán la consideración de activos estratégicos para el suministro energético aquellos que puedan afectar a la garantía y seguridad de los

[127] Al establecer la Disposición Transitoria Única que «lo establecido en el presente Real Decreto-ley será de aplicación a todas las operaciones de adquisición subsumibles en el supuesto de hecho previsto en el apartado Decimocuarto del apartado Tercero.1 de la disposición adicional undécima de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, en la redacción dada mediante la presente norma, que se encuentren pendientes de ejecución a la entrada en vigor de la misma, salvo que con anterioridad ya hubieran obtenido la autorización de la Comisión Nacional de Energía en el ejercicio de la Función Decimocuarta de la disposición adicional undécima.Tercero.1 de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del Sector de Hidrocarburos».

suministros de gas y electricidad. A estos efectos, se definen como estratégicos los siguientes activos:

- Las instalaciones incluidas en la red básica de gas natural definida en el artículo 59 de la presente ley.
- Los gasoductos internacionales que tengan como destino o tránsito el territorio español
- Las instalaciones de transporte de energía eléctrica definidas en el artículo 35 de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico.
- Las instalaciones de producción, transporte y distribución de los sistemas eléctricos insulares y extra-peninsulares.
- Las centrales térmicas nucleares y las centrales térmicas de carbón de especial relevancia en el consumo de carbón de producción nacional.

c) La posibilidad de que la entidad que realice las actividades mencionadas en el apartado 1 anterior de esta Función Decimocuarta quede expuesta a no poder desarrollarlas con garantías como consecuencia de cualesquiera otras actividades desarrolladas por la entidad adquiriente o por la adquirida.

d) Cualquier otra causa de seguridad pública y, en particular:

1. La seguridad y calidad del suministro entendidas como la disponibilidad física ininterrumpida de los productos o servicios en el mercado a precios razonables en el corto o largo plazo para todos los usuarios, con independencia de su localización geográfica; así como:
2. La seguridad frente al riesgo de una inversión o de un mantenimiento insuficientes en infraestructuras que no permitan asegurar, de forma continuada, un conjunto mínimo de servicios exigibles para la garantía de suministro.

3. La autorización de la Comisión Nacional de Energía deberá ser solicitada antes de la adquisición, de forma que dicha adquisición solo será válida una vez obtenida la autorización. En el caso de que la adquisición se produzca por medio de una oferta pública de adquisición de acciones, el adquirente deberá obtener dicha

autorización con carácter previo a la autorización de la oferta conforme a la normativa del mercado de valores.

Como era previsible, y ante la nula presencia de E.ON en España, la Comisión Europea autorizó la compra de Endesa por E.ON. La CNE, sin embargo, a finales de julio de 2006, aunque autorizó la oferta de E.ON la sometió a duras condiciones que, aunque no llevaron a la empresa germana a desistir de su oferta, sí que la llevaron a recurrir dicha decisión. El 26 de septiembre de ese mismo año la Comisión Europea consideró que las medidas propuestas por la CNE eran contrarias al Derecho Comunitario si bien la CNE y el gobierno mantuvieron limitaciones a E.ON que llevaron a la Comisión Europea a abrir un procedimiento de infracción contra España.

En cualquier caso, es importante ver, tal y como explica PLASENCIA (2010)[128] cómo «la relevancia real de esta autorización ha disminuido sensiblemente tras la Sentencia del Tribunal de Justicia de la Comunidad Europea de 17 de julio de 2008, recaída en el asunto C-2007/07»[129]. Dicha sentencia consideraba que «España ha incumplido las obligaciones que le incumben en virtud de los artículos 43 CE y 56 CE, al haber adoptado las disposiciones del apartado 1, párrafo segundo, de la Función Decimocuarta de la Comisión Nacional de Energía […] con el fin de someter a autorización previa de la Comisión Nacional de Energía la adquisición de ciertas participaciones en las empresas que realicen determinadas actividades reguladas del sector de la energía, así como la adquisición de los activos precisos para desarrollar dichas actividades».

[128] PLASENCIA, F. (2010). "Iniciación y admisión a trámite del procedimiento de OPAs: La autorización de la CNMV". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 373-400). Valencia: Tirant lo blanch.

[129] Considera a su vez el mismo autor que la CNE, en la resolución dictada tras la toma de control de Unión Fenosa por parte de Gas Natural en septiembre de 2008 ha fijado el alcance de la Función Decimocuarta a la luz de la sentencia europea.

Capítulo 2.- La oferta pública de adquisición

El objeto de esta segunda parte del estudio se centra en la institución jurídica de las ofertas públicas de adquisición. Siendo el objetivo del trabajo revisar las interrelaciones entre la evolución del sector eléctrico y la legislación de OPAs, y tras haber analizado en la primera parte el sector eléctrico y su evolución histórica, con especial incidencia en los sucedido entre los años 1990 y 2007, éste es el momento de centrarse en la regulación de las OPAs en España.

La finalidad de este capítulo no es llevar a cabo un estudio sistemático sobre las mismas. Para ello bastaría consultar excelentes trabajos como los recientemente publicados por BENEYTO, LARGO y RINCÓN (2010), SÁNCHEZ CALERO (2009), GARCÍA DE ENTERRÍA y ZURITA (2009) o JUSTE y RECALDE (2010)[130], entre otros. Se trata por el contrario de revisar, tras un somero análisis de lo que son las OPAs y su importancia como institución jurídica, su evolución histórica, con especial atención en los motivos que a lo largo del tiempo han ido reconduciendo la legislación española sobre OPAs hasta la publicación y entrada en vigor del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

La evolución de la legislación de OPAs en España está claramente influenciada por la doctrina, el Derecho Comparado, con especial incidencia en la normativa de la Unión Europea a lo largo de su historia, y por la propia casuística; lo acontecido en los mercados de valores españoles en relación con determinadas operaciones.

[130] BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (2009). "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*". Barcelona: Bosch; SÁNCHEZ CALERO, F. (2009). "*Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*". Madrid: Civitas; JUSTE, J. y RECALDE, A. (2010). "*Derecho de OPAs*". Valencia: Tirant lo blanch; GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), (2009). "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*". Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

Es evidente que la influencia del Derecho Comparado, especialmente el anglosajón, así como la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición han sido claves en la legislación española actual. Por este motivo se ha dedicado un capítulo a analizar la normativa europea sobre la materia y su génesis, con el objeto de esclarecer qué parte de la normativa actual es deudora de dicha influencia.

Pero no es irrelevante en la normativa pasada y actual española la influencia de la casuística española, y especialmente la observada en el sector eléctrico con sagas como la vivida por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico o de Endesa.

Aunque las obras de gran parte de la doctrina española[131] sobre la materia hacen referencia en mayor o menor medida a casos relevantes que han influido en la evolución de la normativa española, no existe un tratamiento sistemático de dicha influencia, salvo con un carácter algo limitado el análisis llevado a cabo por FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006)[132]. Dicho autor, tras considerar que «en el ordenamiento jurídico español vigente (refiriéndose a la normativa previa a la reforma de la Ley del Mercado de Valores del año 2007) el Derecho de OPAs no pasa de ser una mera aproximación pragmática desprovista del necesario equipamiento intelectual», afirma, no sin razón, que «la evolución del Derecho español de OPAs no ha sido otra cosa que la historia de sus reformas» y que

[131] Cabe citar en este sentido, a título meramente de ejemplo de obras como ZURITA, J. (2002). "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 3031-3092). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España; o CONDE VIÑUELAS, V. y GONZÁLEZ MOSQUEIRA, P. (2010). "La reforma del régimen de ofertas competidoras". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 557-592). Valencia: Tirant lo blanch.

Para un periodo anterior al ahora analizado, SÁNCHEZ CALERO afirma que «La OPA lanzada en 1982 por un banco nacional (Banco Santander) sobre una compañía eléctrica (Electra de Viesgo) que compitió con la presentada por otra compañía eléctrica de mayor importancia (Iberduero), puso de manifiesto las deficiencias del Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, que llevó a modificar con posterioridad el régimen de las llamadas ofertas competidoras». [SÁNCHEZ CALERO, F. (2009). "*Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*". Madrid: Civitas].

[132] FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2006). "Cambios de control y obligación de OPA". En RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "*Derecho de sociedades anónimas cotizadas*" (Vol. 2, pp. 1343-1380). Madrid: Aranzadi.

dichas reformas se han llevado a cabo «sin disponer de un diseño político-jurídico bien dibujado y a merced de sucesivos episodios financieros con alguna relevancia social»[133]. Siguiendo con esta argumentación su obra analiza con cierto detalle aquellos episodios que han tenido influencia en las diferencias reformas acontecidas en España hasta la reforma de abril de 2003.

Éste trabajo trata de profundizar en dicho análisis, si bien centrándose en aquellos «episodios», usando la terminología de FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, que estaban relacionados con el sector eléctrico y extendiendo el análisis hasta el año 2007, lo que permite incluir, desde el punto de vista normativo, la gran reforma de la legislación de OPAs en España debida fundamentalmente a la transposición de la Directiva 2004/25/CE y culminada con la publicación del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. La extensión del estudio hasta el año 2007 permite incluir, desde el punto de vista de los «episodios», la batalla por el control de Endesa culminada con la OPA conjunta de ENEL y Acciona en el año 2007[134].

[133] Aunque las opiniones en este sentido son numerosas, destacamos, al respecto las palabras -si bien no en materia de OPAs sino en materia, en este caso, de limitaciones estatutarias al derecho de voto- de SÁEZ LACAVE, M. (2010). "¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?". *Indret: Revista para el Análisis del Derecho* (2), al afirmar que «la urgencia, la descoordinación y la improvisación parecen ser los motores de enmiendas sobre artículos aislados de leyes importantes, que se cuelan por sorpresa sin orden ni concierto en la primera ley lista para aprobarse en el Congreso [...]. No parecemos darnos cuenta de que las malas regulaciones legales salen muy caras. A mi juicio, deberíamos revisar seriamente la manera de elaborar las normas, y en particular, las de Derecho Privado, pues suponen un "*input*" crucial a nuestra capacidad de producir riqueza a través del buen funcionamiento de nuestras empresas y mercados». Y en este mismo sentido se pronuncia SÁNCHEZ-CALERO, J. (2010). "El misterio de las OPAS: realidad, doctrina y regulación". En GONZÁLEZ CASTILLA, F. y MARIMÓN DURÁ, R. (Coord.), "*Estudios de Derecho del Mercado Financiero (homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo)*" (pp. 741-754). Valencia: Universidad de Valencia, al afirmar que en materia de OPAs, «no son escasas las soluciones normativas que nacen de supuestos concretos».

[134] En este sentido y raíz de la importante reforma del año 2007, el Consejo de Estado, en un informe que contrastando las fechas difícilmente pudo ser tenido en cuenta por el legislador, consideró que la principal crítica que podía hacerse al entonces proyecto era la de «un excesivo casuismo, que hace compleja y en ocasiones oscura una regulación demasiado pegada a circunstancias concretas recientes». Dichas «circunstancias concretas recientes» parecían claramente referirse al complejo proceso de OPAs y contraofertas que hubo para tomar el control del grupo Endesa en los meses que precedieron a la aprobación de la nueva reforma. Dicho dictamen puede consultarse en CONSEJO DE ESTADO (2007). "*Dictamen del Consejo de Estado. Número de expediente 1505/2007*". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

2.1.- Definición

A lo largo de los años es posible ver en la literatura española diversas definiciones del concepto OPA. Sin embargo, una de las notas características en gran parte de la literatura española al respecto viene a ser la ausencia de definiciones. Y en el caso de haberlas, el estar muy apegadas a la regulación vigente en cada momento.

Una explicación satisfactoria para esta situación parece ser, la expuesta por la *Securities Exchange Commission* (SEC), comisión encargada de velar por el buen funcionamiento del mercado de valores norteamericano, al respecto del debate surgido en Estados Unidos sobre la ausencia de una definición del término OPA ("*tender offer*", en su notación americana) en el *Williams Act*. En 1976, la SEC manifestaba que una definición del término "*tender offer*" no era ni apropiada ni necesaria. Esta postura se basaba en el carácter dinámico de estas operaciones y en la necesidad de la Comisión de poder determinar flexiblemente qué tipo de operaciones, presentes o futuras debían ser incluidas en este término[135]. Por lo tanto, la Comisión renunció a proponer una definición del término "*tender offer*"[136]. Es evidente que esta indefinición es útil fundamentalmente desde un punto de vista regulatorio más que académico –es decir, el supervisor del mercado puede preferir no tener que ceñirse a un término que delimite sus posibilidades de actuación, sino que prefiere actuar con base en principios más genéricos que le permitan mayor margen de maniobra, con el

[135] En este sentido destacan también las palabras de GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1992). "¿Puede anunciarse una OPA futura en concurrencia con otra OPA ya formulada? Notas sobre un caso reciente". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía,* (4), pp. 1086-1092; al considerar que «el fundamental trasfondo económico de estas operaciones y la incidencia que presentan sobre muy variados sectores del ordenamiento jurídico determinan la imposibilidad de recluir a las OPAs en un texto normativo cerrado y con pretensiones de exhaustividad. Y es que las OPAs, dada la permanente aparición de nuevos instrumentos jurídicos y financieros que una práctica cada vez más extensa va perfilando, están sometidas a un proceso constante de evolución y mutación, que va alterando muchas de sus notas definidoras y que exige grandes dosis de flexibilidad por parte del legislador que quiera evitar la aprobación de normas que nazcan ya obsoletas y el riesgo de mortificación de un mercado como éste, especialmente frágil y dinámico».

[136] Traducción extraída de GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1996). "*La OPA obligatoria*". Madrid: Civitas, que en las páginas 75-84 explica con detalle el debate al respecto en la literatura americana sobre la indefinición del concepto "*tender offer*" en el *Williams Act*. Es interesante a este respecto ARANOW, E., EINHORN, H. y BERLSTEIN, G. (1977). "*Developments in tender offers for corporate control*". New York: Columbia University Press.

consiguiente riesgo de arbitrariedad y ausencia de seguridad jurídica–, pero puede ser perfectamente aplicable también a la definición teórica o académica de la OPA así como a su evolución a lo largo del tiempo. El hecho de ser una creación jurídica relativamente reciente, y por lo tanto en fase de asentamiento a lo largo de los últimos cincuenta años en la legislación occidental; y elaborada para dar solución a problemas y asimetrías encontrados en el devenir de los mercados de valores, mercados que han evolucionado de forma radical a lo largo de las últimas décadas; hacen que gran parte de las definiciones, lejos de asentarse en un preconcepto sobre qué es una OPA, estén, como veremos en los próximos párrafos, muy apegadas a las regulación vigente en cada momento. En este mismo sentido parece que hay que interpretar las palabras de SÁNCHEZ CALERO (2009) cuando establece que «la Ley del Mercado de Valores y sus normas reglamentarias no definen lo que se entiende por ofertas públicas de adquisición de valores, sino que indican el régimen jurídico que se aplica a determinadas OPAs, pareciendo dar por supuesto su concepto».[137]

RODRÍGUEZ SASTRE (1975), con las OPAs aun no reguladas en España, consideró que «es, en definitiva, una compraventa de valores cotizados o no en Bolsa, mediante un procedimiento que, normalmente, repercute en el mercado de valores, alterando la normal cotización, no sólo de los propios títulos afectados, sino también de los demás que son tratados en Bolsa»[138].

ZURITA (1980) aporta el primer gran esfuerzo dentro de la literatura española por acotar el concepto de OPA, dedicando todo un capítulo de su obra[139] al mismo. En un enfoque preliminar, considera que «bajo las expresiones inglesas "*take-over bid*", "*take-over offer*" y "*tender offer*", y bajo las francesas "OPA" y "OPE", se designa una misma técnica o procedimiento consistente en que una o

[137] SÁNCHEZ CALERO, F. (2009). "Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)". Madrid: Civitas.

[138] RODRÍGUEZ SASTRE, A. (1975). "La oferta pública de adquisición de valores (OPA)". *Revista española de financiación y contabilidad , IV* (11), pp. 19-96.

[139] ZURITA, J. (1980). "*La oferta pública de adquisición (OPA)*". Madrid: Bolsa de Madrid - Servicio de Estudios.

varias personas físicas o jurídicas anuncian públicamente a todos los accionistas de una sociedad o a los de determinada clase, que se comprometen durante un tiempo mínimo a adquirir sus acciones de esa sociedad a cambio de títulos o de dinero, a un precio generalmente superior al de mercado, y normalmente con el fin de, mediante dicha adquisición, lograr o reforzar el control de una sociedad». Más concretamente, define la OPA como «una técnica específica de adquisición de valores que se utiliza normalmente con la finalidad de obtener o reforzar el control de una sociedad».

Es interesante también mencionar la definición legal que daba la Primera Propuesta de Directiva en el año 1990 diciendo en su artículo 2 que era «una oferta hecha a quienes posean los valores de una sociedad para adquirir todos o parte de dichos valores a cambio de dinero o de otros valores. La oferta podrá ser obligatoria, cuando así los dispongan los Estados miembros para proteger a los accionistas minoritarios, o voluntaria». Es relevante asimismo analizar la evolución desde esa primera definición propuesta en la primera Propuesta de Directiva frente a la redacción final presente en la versión final de la Directiva 2004/25/CE catorce años después, al definir la OPA como «oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional».

Siguiendo con la doctrina nacional, MEJÍAS (1993) las define como «el procedimiento imperativo legalmente establecido al que con carácter previo y como regla general deberá acogerse toda persona, física o jurídica, que pretenda adquirir, en un solo acto o en actos sucesivos, directa o indirectamente, una participación significativa, determinada reglamentariamente, en el capital con

derecho a voto de una sociedad cotizada, total o parcialmente, en una Bolsa de Valores»[140].

CACHÓN (1993) considera que «las ofertas públicas de adquisición constituyen mecanismos de apelación pública al mercado de valores y en particular, a los accionistas de una sociedad anónima cotizada para que vendan sus valores a la entidad que formula la oferta, con la finalidad de obtener o mejorar el control de la citada sociedad. Por ello, las ofertas públicas de adquisición han de ser estudiadas en el marco de los procesos de toma de control, es decir, de los mecanismos por los que una entidad adquiere, en detrimento de otra, acciones u otros valores de la misma que le permitan el control de las decisiones de la sociedad».[141]

TAPIA, ALONSO y RODRÍGUEZ (2009), por citar obras recientes, apenas entran en la definición del concepto de OPA, considerando simplemente que son «unos instrumentos jurídico-financieros esenciales para alcanzar el objetivo de concentrar las empresas, en particular las que adoptan formas jurídicas societarias». [142]

También reciente es la definición de RECALDE (2010) en la que considera que «una OPA es la propuesta de contrato que se dirige a los accionistas de una sociedad anónima cuyo objeto es adquirir todas o una parte de sus acciones u otros valores con derecho de voto. Habitualmente la intención del oferente es alcanzar el número suficiente de votos que le permita designar a los

[140] MEJÍAS, P. J. (1993). "*El régimen legal de las OPAs*". Valencia: CISS.

[141] CACHÓN, J. E. (1993). "*Derecho del mercado de valores*". Madrid: Dykinson.

[142] TAPIA, A., ALONSO, C. y RODRÍGUEZ, I. (2010). "OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 161-326). Barcelona: Bosch.

administradores de la sociedad para así, poder disponer de los recursos de la sociedad».[143]

Desde que surge el concepto de oferta pública de adquisición o "*takeover bid*", ya sea en España ya en Derecho Comparado, varias son las notas características que van a llevar a una delimitación del concepto.

Es evidente, coincidiendo con ZURITA (1980) que la OPA, al menos en Derecho español, se configura «independientemente de cual sea su finalidad» como un «método específico para la adquisición de valores (tanto acciones como obligaciones[144])».[145] Y en cuanto que método específico, sus notas características vendrían a ser tanto la generalidad como, fundamentalmente, la publicidad.

En segundo lugar es relevante mencionar la finalidad de la OPA. Siguiendo de nuevo a ZURITA (1980), cabe considerar que la finalidad consiste en «obtener o reforzar el control en una sociedad»,[146] si bien esta nota no sería

[143] RECALDE, A. (2010). "Régimen jurídico de las OPAs: concepto, función económica y principios de la ordenación". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 27-58). Valencia: Tirant lo blanch.

[144] Si bien SÁNCHEZ CALERO limitaba la OPA a la adquisición de valores mobiliarios, ya RODRÍGUEZ SASTRE (1975) entiende, con buen criterio, que se puede extender el concepto tanto a la adquisición de otros valores, como a la oferta de canje de acciones, siguiendo el criterio de la Comisión de Operaciones de Bolsa francesa de 1969. Ver en SÁNCHEZ CALERO, F. (1971). "Consideraciones generales sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones". *Separata del Boletín nº137 de la Cámara de Comercio e Industria de Álava.*

[145] GUERRA MARTÍN (2004), en línea con de CÁRDENAS (1993) critica a ZURITA ya que su concepto de OPA «se refiere únicamente a aquellas operaciones cuya finalidad es la adquisición o reforzamiento del control de una sociedad, sin incluir en cambio en el mismo otras modalidades de OPA reguladas por nuestro ordenamiento como son la OPA por modificación de estatutos o la OPA de exclusión». Si bien es importante desvincular en cierto modo la ligación entre OPA y control, la crítica a ZURITA no tendría sentido una vez que él mismo reconoce que en el Derecho español la OPA es un método específico para la adquisición de valores «independientemente de cuál sea su finalidad». El problema sobre la finalidad de la regulación de la OPA ya lo apreciaba RODRÍGUEZ (1975) al analizar la institución de Derecho Comparado y afirmar que «se aprecia no sólo diferente regulación, incluso en los ordenamientos europeos, sino también en alguno de éstos, una constante evolución en busca de mayor eficacia y amplitud de sus finalidades, sin que tampoco exista ni, al parecer se pretende, unanimidad sobre su objetivo». En cualquier caso es importante subrayar que estas discusiones doctrinales son anteriores a la regulación de OPAs introducida en España en 2006/2007 por la reforma de la Ley del Mercado de Valores de 2006 y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, y que alteró significativamente el modelo regulatorio seguido en España.

[146] ZURITA (1980) distingue tres notas características de la noción de OPA: (1) la publicidad de la oferta; (2) su generalidad; y (3) la finalidad de obtener o reforzar el control en una sociedad. A pesar de ello, concluye, que, a tenor del análisis del Derecho Comparado, la verdadera nota característica es la publicidad, pudiendo existir ofertas públicas pero no generales, así como ofertas cuya finalidad no es el control. En este trabajo se ha preferido encuadrar estas notas en dos grupos: la OPA en cuanto que método particular para comprar acciones (u otro tipo de valores); y la OPA en cuanto a su

esencial al concepto de OPA una vez que pueden existir OPAs (voluntarias, de exclusión, etc.) con finalidades diferentes. En cualquier caso es relevante subrayar, tal y como veremos posteriormente, cómo el paso de un modelo de OPA obligatoria *a priori* (vigente en España hasta el año 2007) a un modelo de OPA obligatoria *a posteriori* implica un cambio radical sobre la finalidad de control de las OPAs, ya que el control no se obtiene por la propia OPA en gran parte de los casos, sino que como consecuencia de haber obtenido el control, es necesario lanzar una OPA obligatoria.

SÁNCHEZ CALERO (2009), con una visión que parece excesivamente positivista, vincula el concepto de OPA a la finalidad de obtención de control al referirse a la Directiva 2004/25/CE y las ofertas lanzadas por la propia compañía afectada al considerar que «el carácter especial de estas ofertas se pone de manifiesto en la propia definición de OPA, ya que en ella se indica expresamente «con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada». Lo que implica, en definitiva, reconocer el carácter especial de estas ofertas realizadas por la propia sociedad que se alejan del concepto de OPAs, en cuanto que la idea de control es ajena a ellas, ya que carece de sentido el considerar que el aplicar la técnica de la oferta pública por parte de la sociedad con relación a sus propios accionistas pueda tener esa finalidad. Por ello la noción de las OPAs deja al margen las realizadas por la propia sociedad afectada. El empleo de la oferta pública en los casos reseñados –adquisición de las propias acciones para amortizarlas o exclusión de las acciones de la negociación– se justifica en cuanto se emplea una técnica de tratamiento paritario para todos los accionistas con la finalidad de alcanzar otro fin». En definitiva viene a diferenciar la «técnica de tratamiento paritario» de la noción de OPA, en la que sería esencial el control, opción que no nos parece acertada al excluir operaciones que no ya sólo por su nomenclatura sino por su esencia no pueden ser excluidas del concepto de oferta pública de adquisición. Más acertada nos parece la terminología empleada por SÁNCHEZ ANDRÉS (1992) al denominar a las OPAs relacionadas con «ciertas

finalidad de obtener o reforzar el control de una sociedad. Ambos enfoques no tienen por qué ser excluyentes, una vez que el propio Zurita considera que la OPA es un «método específico para la adquisición de valores».

finalidades de control» como «OPAs ordinarias», no quitando por ello el término de OPAs a otras modalidades como la OPA de exclusión[147] o, según el propio autor, las OPAs voluntarias[148].

A la hora de definir la finalidad de la OPA habría que diferenciar entre:

- La finalidad del que emplea la OPA como forma de adquirir acciones[149], en cuyo caso efectivamente podríamos considerar que consiste en alcanzar el control sobre una sociedad en la gran mayoría de los casos.[150] En cualquier caso es importante subrayar como frente a un modelo tradicional en España de OPA *a priori*, en el que era necesaria la oferta para alcanzar el control, el nuevo modelo, vigente desde el año 2007, de OPA *a posteriori* ha hecho que la OPA no sea el medio para alcanzar el control sino que en muchas ocasiones es una consecuencia de haber alcanzado el control mediante otros mecanismos.

- La finalidad que lleva al legislador al establecimiento de la institución de la OPA como figura jurídica de carácter por lo general inexcusable para determinadas compras de acciones. En este sentido no hay que olvidar que una de las finalidades del

[147] SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992). "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 3-40). Bilbao: Editorial Deusto.

[148] En ese mismo sentido parece pronunciarse SÁNCHEZ-CALERO al considerar que «la identificación entre OPAs y cambio de control no es exacta, si tenemos en cuenta que nuestro ordenamiento contempla el recurso a esta técnica en una variedad de situaciones, en las que la formulación obligatoria o voluntaria de una OPA no está destinada a lograr un cambio en el control de una sociedad cotizada». [SÁNCHEZ-CALERO, J. (2010). "El misterio de las OPAS: realidad, doctrina y regulación". En GONZÁLEZ CASTILLA, F. y MARIMÓN DURÁ, R. (Coord.), "*Estudios de Derecho del Mercado Financiero (homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo)*" (pp. 741-754). Valencia: Universidad de Valencia].

[149] Un tema interesante que escapa del objeto de esta tesis es el de la aplicación del procedimiento de OPAs sobre valores no cotizados, discusión que ha perdido fuerza en los últimos años pero que puede verse en SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992). "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 3-40). Bilbao: Editorial Deusto.

[150] Si bien no se puede excluir radicalmente el fin de adquirir acciones como mera inversión, aunque por obligaciones legales dicha compra, por superar ciertos límites requiera un procedimiento especial u OPA.

> regulador es la protección de los accionistas minoritarios, al entender que este es un bien jurídicamente digno de protección, cosa que no ha sucedido ni en todo momento ni en todo lugar. Es en este contexto en el que tiene sentido la distinción entre OPA obligatoria y OPA facultativa o voluntaria[151].

Desde un punto de vista económico son interesantes las palabras de APARICIO (2007) cuando afirma que «la regulación de estas operaciones tiene objetivos que, en algún caso, son contradictorias. Por un lado se debe favorecer las operaciones que aumenten la riqueza general de una economía. A la vez se deben establecer métodos que aseguren el reparto de las rentas generadas por la operación según sea el ideal de equidad de la sociedad»[152]. Esta disyuntiva es si cabe más relevante si se tiene en cuenta la importancia de la regulación sobre OPAs como elemento clave en el desarrollo de los mercados de valores.

2.1.1.- El concepto de control. La prima de control

El concepto control ha sido desde sus orígenes una de las notas características del debate teórico y práctico sobre las OPAs, siendo un tema básico en las sociedades anónimas cotizadas debido al gran número de pequeños accionistas que son titulares de acciones como meros inversores, sin interés alguno en la gestión a medio o largo plazo de la empresa emisora de dichas acciones.

[151] En este sentido destaca el trabajo de GARCÍA DE ENTERRÍA en el que dedica un capítulo a «La OPA obligatoria como técnica de reparto de la prima de control». [GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1996). "*La OPA obligatoria*". Madrid: Civitas].

[152] APARICIO, C. (2007). "Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas". Monografía nº 20, CNMV, Madrid.

Fundamentalmente desde los trabajos de BERLE y MEANS (1932)[153] se ha desarrollado una extensa bibliografía sobre el control de las sociedades cotizadas. Los autores, a través de un relevante estudio empírico llegaron a la conclusión ya en los años treinta de que existía un creciente proceso de separación entre propiedad y gestión en las grandes corporaciones cotizadas norteamericanas. Debido a la elevada dispersión del capital de las sociedades, un grupo de gestores con posiciones minoritarias o incluso en muchas ocasiones sin siquiera ser accionistas, eran capaces de controlar la compañía y adoptar decisiones de suma importancia para su evolución futura sin apenas tomar en cuenta la decisión de la mayoría anónima de accionistas. Esta divergencia entre gestión y propiedad es lo que posteriormente se ha dado en llamar «teoría de la agencia»[154], siendo un tema crítico en la regulación de las OPAs, como se pudo ver en las negociaciones para la aprobación de la Directiva europea, en las que las limitaciones al consejo para adoptar medidas defensivas sin la autorización de la Junta General de Accionistas llevó al fracaso de la Segunda Propuesta y fue un tema crítico en la tramitación del texto final, como veremos en capítulos posteriores.

El concepto de control no es sólo relevante para el régimen jurídico de las OPAs sino también para el Derecho de la Competencia, cuentas consolidadas, o autocartera, por poner algunos ejemplos relevantes[155]. Si bien no siempre ha sido así, en la actualidad sí que cabe hablar en cierta medida de una noción unitaria de control. En este sentido ANDREEVA (2009) considera que «la adquisición del control de una sociedad cotizada es el elemento en común entre la

[153] BERLE, A. y MEANS, G. (1932). "*The Modern Corporation and Private Property*". New York: MacMillan.

[154] JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economic , 3* (2), pp. 305-360.

[155] Sobre el tema de control y sus implicaciones jurídicas ver RUIZ PERIS, J. (1995). "Significado del control empresarial en el Derecho Español". En VARIOS, "*Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta*" (Vol. III, pp. 3315-3354). Valencia: Tirant lo blanch; MARTÍNEZ MACHUCA, P. (1999). "El fenómeno del control o de la dependencia entre las sociedades". *Revista de Derecho de Sociedades* (12), pp. 210-229; o GUERRA MARTÍN, G. (2006). "La consideración de una situación de control conforme a la normativa sobre concentraciones económicas como presupuesto de la obligación de formular una OPA". *Revista de Derecho de Sociedades* (26), pp. 381-388.

normativa de las OPAs y el Derecho de la Competencia. Es el punto de conexión que transforma una operación de adquisición de valores en una concentración».[156]

Sin embargo, previamente, RUIZ PERIS (1995), en un interesante estudio sobre el concepto de control en la legislación española había constatado como a mediados de los años noventa «nuestro Derecho carece de una noción unitaria de control o dominación recogida en un texto legal y reglamentario», si bien consideraba que «un concepto jurídico unitario de control es de la máxima utilidad al permitir la interpretación unitaria de las normas que hacen referencia a dicho *nomen iuris* como es el caso que nos ocupa, acrecentando con ello la seguridad jurídica de los operadores económicos que actúan en el mercado»[157]. Posteriormente, MARTÍNEZ MACHUCA (1999), con una visión más optimista, consideró que a pesar de la diversidad de terminología legislativa sobre el control, existía un rango común, el artículo 42 del Código de Comercio, al utilizarse como norma de remisión para establecer los conceptos de control y por añadidura de grupo[158]. A pesar de ello, consideraba que «no se puede dar una noción unitaria del control o dominio que una sociedad ejerce sobre otra u otras, sino que cuando se hace referencia al control o dominio entre las sociedades, en realidad, se está aludiendo a alguna de las distintas manifestaciones de control (interno –de derecho o de hecho–, externo e indirecto). Por consiguiente, se habla de tipos de control más que de un concepto unitario». En esta visión profundiza también el mencionado GUERRA MARTÍN (2006) al afirmar, en su interesante estudio sobre el

---

[156] ANDREEVA, V. (2009). "El control societario como punto de conexión entre la oferta pública de adquisición y la operación de concentración". *Revista Electrónica de Estudios Internacionales* (17). En las consideraciones finales añade que «lo que determina las diferencias entre los dos sectores es el ángulo de interpretación y los intereses que se protegen […]. La función del Derecho de la Competencia es proteger el régimen de mercado y asegurar la existencia de una competencia eficaz. Mientras que la normativa sobre las OPAs protege, primordialmente, intereses privados asegurando un trato equivalente a todos los accionistas».

[157] Adicionalmente, RUIZ PERIS (1995) definió el control como «el poder ostentado por un sujeto que le permite determinar en forma determinante, duradera y general la gestión de otro».

[158] Es interesante a estos efectos ver como el artículo 42 del Código de Comercio, norma a la que en última instancia remitiría el resto de la legislación sobre control, es una norma que surge de la consolidación de cuentas, al ser en gran medida la transposición directa a la legislación española del artículo 1 de la Directiva 83/349/CEE, de 13 de junio de 1983, sobre las cuentas consolidadas. En este sentido analizar la evolución del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores, desde su redacción originaria hasta la simple versión actual (que data del año 2007) y pasando por la redacción intermedia del año 1992. La redacción actual del artículo 4 establece simplemente que: «A los efectos de esta Ley, se estará a la definición de grupo de sociedades establecida en el artículo 42 del Código de Comercio».

tema que «el ordenamiento español no cuenta, sin embargo, con un concepto unitario de control que pueda ser aplicado indistintamente sino que cada sector normativo establece unos criterios propios de la determinación de la existencia de control, que en la mayoría de los casos, además, sólo juegan en su concreto ámbito de aplicación, sin que puedan extenderse a otros sectores si no hay una remisión expresa[159]».

En la obtención de una visión unitaria se ha ido avanzando desde un punto de vista regulatorio en España gracias, por ejemplo, al Real Decreto-ley 6/1999, de medidas urgentes de liberalización e incremento de la competencia[160], al Real Decreto-ley 6/2000, de 23 de junio, de medidas urgentes de intensificación de la competencia en mercados de bienes y servicios[161] y, posteriormente, con la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia[162], que establecía «aspectos formales y procedimentales de las operaciones de concentración de manera que se corresponda a los cambios hechos en el régimen de las OPAs»[163].

El concepto de control y su transmisión acaban trasladándose a lo que se ha dado en llamar «prima de control», elemento fundamental al hablar de OPAs. Se entiende que el comprador de acciones está dispuesto a pagar un sobreprecio o

[159] Es interesante para el objeto de esta tesis el análisis sobre el concepto de control de GUERRA MARTÍN (2006b) al estar todo él referido al caso concreto de la OPA de ACS sobre el 10% del capital social de Unión Fenosa, con el objeto de alcanzar un 34,505% del capital, porcentaje que, según el Servicio de Defensa de la Competencia, y debido a la escasa asistencia de accionistas a las juntas generales de accionistas de la compañía implicaba el control exclusivo sobre Unión Fenosa en el sentido del artículo 2.3 del Real Decreto 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 las concentraciones económicas. El autor considera que el hecho de que pueda existir un control atendiendo a la legislación de Defensa de la Competencia no implica que ese sea el caso desde el punto de vista de la legislación de OPAs, por lo que en ningún caso sería necesario en lanzamiento de una OPA más allá de la efectivamente lanzada por ACS sobre un 10% del capital social de Unión Fenosa.

[160] BOE nº 92, de 17 de abril de 1999.

[161] BOE nº 151, de 24 de junio de 2000.

[162] BOE nº 159, de 4 de julio de 2007.

[163] También hubo intentos de resultado más criticable. En este sentido la Exposición de Motivos de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras (BOE nº 132, de 2 de junio de 1992) consideraba que «la presente ley coordina sus esfuerzos con los del Código de Comercio» y, en palabras de MARTÍNEZ MACHUCA (1999) al referirse a la modificación que del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores hizo la mencionada Ley 13/1992, «entendemos que entre el artículo 42 del Código de Comercio y el 4 de la Ley del Mercado de valores existe una descoordinación absoluta».

prima en el caso de paquetes que confieran en control sobre la misma, premio que no estaría dispuesto a pagar por acciones: (1) que por su escaso tamaño no le permitiesen adquirir el control o (2) por acciones adicionales una vez que ya controla la empresa (por ejemplo por subir su participación del 51% al 55%)[164].

Tres métodos[165] cabrían entonces para comprar acciones que confiriesen el control de una sociedad cotizada en Bolsa[166]:

- La compra de acciones en Bolsa.
- La compra directa de un bloque de acciones propiedad del detentor del control de la sociedad.
- La OPA.

Históricamente son los dos primeros métodos los que prevalecen, si bien la mayor importancia dada al reparto de la prima de control entre todos los accionistas, de forma que se garantice el principio básico de igualdad de derechos para cada acción, desde los años treinta hasta finales de los setenta, los que llevan a la configuración jurídica de la OPA obligatoria –especialmente en sistemas de OPA *a priori*– como el mecanismo regulado de compra de paquetes de acciones.

[164] Circunscribiéndonos al sector eléctrico en septiembre de 2005 ACS pagó por la participación «de control» (22%) que el Banco Santander tenía en Unión Fenosa un precio de 33 euros por acción cuando el día anterior el precio de las acciones en el mercado era de 26,55 euros por acción.

[165] SÁNCHEZ CALERO, F. (1971). "Consideraciones generales sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones". *Separata del Boletín nº137 de la Cámara de Comercio e Industria de Álava* . Si bien dichos métodos no son exclusivos y pueden verse en la literatura muchas otras formas de alcanzar el control: suscripción íntegra de un aumento de capital, fusión, entendemos con ZURITA (1980) que dichos casos no son relevantes de cara al análisis de la OPA como forma de toma del control de una sociedad. Ver también SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992). "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 3-40). Bilbao: Editorial Deusto.

[166] RECALDE (2010) menciona como métodos alternativos para obtener el control de una sociedad un aumento o una reducción de capital, una fusión, escisión «filialización» u otras modificaciones estructurales, si bien entendemos que este tipo de operaciones societarias no quedarían encuadradas dentro del concepto de compra de acciones y por tanto no resultan relevantes para el tema en cuestión. Más interesante puede ser el tema del concierto entre accionistas para adquirir el control, si bien debido a sus peculiaridades hemos preferido no incluirlo en este capítulo.

Como bien menciona ZURITA (1980), en la doctrina y jurisprudencia de Estados Unidos va tomando forma la idea de que «en la cesión de control, hayan de tener iguales oportunidades todos los accionistas y que todos deben poder, en proporción a sus acciones, beneficiarse de la prima de control»[167].

Y a día de hoy, con la OPA como institución de derecho plenamente vigente y regulada en todos los países de nuestro entorno, es posible afirmar con GARCÍA DE ENTERRÍA (1996) que «el propósito de permitir que todos los accionistas puedan beneficiarse por igual del precio que esté dispuesto a satisfacer el adquirente del control de una sociedad bursátil es una de las ideas fundamentales que sustentan en todos los sistemas el modelo de OPA obligatoria o imperativa»[168]. De todos, modos históricamente el principio de igualdad de trato entre todos los accionistas no ha sido tutelado de la misma forma a lo largo de las diferentes regulaciones[169]. Así, en la normativa española anterior a la actual se permitían las OPAs parciales, incluso para tomar posiciones «de control», siempre que no se superase el 50%. En este sentido dice SÁNCHEZ CALERO (2009) que «el prorrateo entre los aceptantes, dominado por determinados criterios, sustituía al principio de la igualdad de trato», añadiendo posteriormente que «razones de

[167] Profundizando en este tema SÁNCHEZ ANDRÉS (1992) incluye entre los beneficios de la OPA la posibilidad de «subastas de control» en procesos de OPAs competidoras que ayuden a maximizar el precio que el accionista minoritario puede obtener de un proceso de OPAs frente a otras formas de adquisición del control en el caso de que no existiese un modelo de OPA obligatoria.

[168] A pesar de ellos hay opiniones contrarias a esta visión sobre la base de que los intentos de protección de todos los accionistas mediante fórmulas imperativas -y altamente reguladas- como puede ser la OPA obligatoria pueden acabar teniendo el efecto contrario, al limitar la flexibilidad del «mercado de control» en aras de una visión reduccionista del inversor minoritario como parte débil de dicho mercado. En este sentido es posible ver a ARRUÑADA, B. (1992). "Crítica a la regulación de OPAs". *Revista de Derecho Mercantil* (203-204), pp. 29-67. En la doctrina americana destacan, citados por ARRUÑADA, a JARRELL, G. y BRADLEY, M. (1980). "The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers". *Journal of Law and Economics* (23), pp. 371-388; y GROSSMAN, S. y HART, O. (1980). "Disclosure Laws and Takeover Bids". *The Journal of Finance , 35* (2), pp. 323-334. Es interesante también en este sentido la visión de APARICIO, C. (2007). "*Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*". Monografía nº 20, CNMV, Madrid; al considerar que los reguladores «pueden tratar de aumentar la protección y la rentabilidad de los accionistas minoritarios que se vean envueltos en una OPA. Pero al hacer esto, será menos probable que se produzca dicha oferta, por lo que en algunos casos el minoritario perderá la oportunidad de obtener cualquier rendimiento extraordinario».

[169] Se puede ver dicho principio en el Principio General número. 3 de la Recomendación de la Comisión de 25 de julio de 1977 (77/534/CEE).

equidad, no obstante, han dado paso al reconocimiento del principio general de igualdad de trato en el régimen de las OPAs»[170].

Básicamente el principio de igualdad de trato a los accionistas está fuertemente condicionado por cómo es el sistema de OPAs, si *a priori* o *a posteriori*. En determinadas regulaciones, la relación entre OPA y control es entendida *a priori* ya que para alcanzar el control de una sociedad –o, más exactamente, cuando se tiene la intención de alcanzarlo– es necesario previamente o *a priori* lanzar una OPA. Este sería el caso de la regulación española hasta el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Por el contrario, se entiende que hablamos de toma de control *a posteriori* cuando la OPA se exige, no para alcanzar el control, sino una vez que este ha sido alcanzado como forma de extender la prima de control a todos los accionistas, protegiendo de este modo a los accionistas minoritarios[171].

Es interesante ver como SÁNCHEZ ANDRÉS (1992) defendía los beneficios del modelo de OPA *a priori* sobre la OPA *a posteriori* (si bien parcial y no total, tal y como ha establecido finalmente la Directiva 2004/25/CE) al considerar que si bien la OPA *a priori* sancionaba «pecados de pensamiento», permitía a todos los accionistas tener acceso al mismo premio de control y al mismo prorrateo, mientras que en un modelo de OPA *a posteriori*, el accionista que vendía el

[170] Es también interesante, en este sentido, la posición sostenida por la CNMV en su Informe Anual de 1990, citado en ZURITA (2002), que señala como «la compra en primer lugar de la participación del socio mayoritario seguida de oferta pública al mismo precio, al resto de los socios, no se considera compatible con el principio de paridad de tratamiento entre los socios y el carácter abierto de las subastas de control, puesto que se desactivarían eventuales ofertas competidoras ante la dificultad de aglutinar volúmenes de participación suficientes para disputar el control a quien ya disfruta de la participación significativa y puede incrementarla todavía por conducto de la OPA. De esta forma, los socios minoritarios no tienen acceso a obtener un precio más alto a través de una verdadera subasta de control, y en consecuencia los costes y riesgos asociados a la operación no se asignan correctamente».

[171] Sobre el tema de OPAs *a priori* y *a posteriori* la literatura es amplia entre la doctrina española, si bien se acrecentó al establecer el regulador, influenciado por la normativa comunitaria, un sistema de OPAs *a posteriori* que viene a romper con la tradición anterior. Entre los múltiples autores que han hablado del tema se puede destacar a TAPIA, A., ALONSO, C. y RODRÍGUEZ, I. (2010), a SÁNCHEZ-CALERO (2009), a GARCÍA MANDALÓNIZ, M. (2010). "Consideraciones sobre el nuevo régimen jurídico español de OPAs: de la necesidad inicial a la bienvenida final". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 37-158). Barcelona: Bosch; a SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992). "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades*" (pp. 3-40). Bilbao: Editorial Deusto.

paquete inicial podía colocarlo totalmente mientras que los accionistas que vendiesen ya en la OPA venderían sólo parte de sus acciones atendiendo al prorrateo. Es evidente, sin embargo, que en el modelo de OPA *a posteriori* y total finalmente impuesto, dicho problema no es real al no haber prorrateo en ningún caso.

Como hemos ya visto en el párrafo anterior, otro tema importante a la hora de hablar de modelo de OPA obligatoria y control es la diferenciación entre modelo de OPA obligatoria total, vigente en España tras la reforma de la Ley del Mercado de Valores del año 2007, consecuencia del modelo impuesto por la Directiva 2004/25/CE, y la posibilidad de OPA obligatoria parcial, prevista en la normativa española hasta dicha reforma. La predilección tradicional del regulador español por esta segunda opción parece haber estado fundamentalmente marcada, tal y como explica por ARRUÑADA (1992)[172], por la situación del mercado corporativo español, al entender el regulador que las empresas o potenciales inversores españoles estaban normalmente en desventaja para poder hacer frente a OPAs totales frente a potenciales oferentes extranjeros. Esta visión se ve refrendada por la posición sostenida en ese momento por los representantes españoles en la Comunidad Económica Europea en las negociaciones sobre las primeras propuestas sobre una Directiva sobre OPAs. En este mismo sentido se pronuncia FERNÁNDEZ-ARMESTO (1998)[173] al afirmar que «la justificación para esta desviación del modelo europeo (de OPA total frente al modelo español de OPA parcial) parece que residió en el convencimiento que exigir una OPA total encarecía y gravaba desmesuradamente los cambios de control societario. Y probablemente también subyacía el temor de que sólo los grandes grupos extranjeros tuvieran la capacidad suficiente para financiar operaciones de gran tamaño». Desde un punto de vista económico es interesante en cualquier caso ver

[172] ARRUÑADA, B. (1992). "Crítica a la regulación de OPAs". *Revista de Derecho Mercantil* (203-204), pp. 29-67.

[173] FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. (1998). "Las OPAs y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia". *Revista de Derecho Mercantil* (227), pp. 37-50.

cómo en la experiencia española previa a la introducción de la OPA total[174] los datos empíricos parecían concluir que la rentabilidad para el accionista era ligeramente superior en los casos de OPAs totales que parciales, incluso en términos de rentabilidad previa al hecho relevante con el anuncio de la OPA, si bien el propio autor del estudio –para el periodo 1991-2006– advierte que las conclusiones no son significativas desde un punto de vista estadístico.

Por último, al referirnos al control, es importante al menos citar el denominado mercado de control de sociedades[175]. El hecho de que el mercado de valores y, en especial, la OPA faciliten el cambio de control en las sociedades cotizadas hace que se cree un mercado en el que el control de las sociedades es el principal «producto». La existencia de un mercado eficiente de este tipo permite que los gestores compitan en la maximización del valor, de cara a evitar cambios de control basados en una gestión potencialmente mejor y que, por lo tanto, cree mayor valor para los nuevos accionistas. Adicionalmente, facilita la posibilidad de combinación de empresas, obteniendo sinergias y economías de escala que serían difícilmente obtenibles por otros medios. Como afirma TAPIA (1991)[176], las OPAs «demuestran su utilidad como medio de reestructuración de las empresas […] para que puedan hacer frente a la competencia internacional y como mecanismo de estimulación de la economía».

---

[174] APARICIO, C. (2007). "Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas". Monografía nº 20, CNMV, Madrid.

[175] El término «mercado de control» o "*Market for Corporate Control*" aparece como tal por primera vez en MANNE, H. (1965). "Mergers and market for corporate control". *Journal of Political Economy* (73), pp. 110-120. Destaca también JENSEN, M. y RUBACK, R. (1983). "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence". *Journal of Financial Economics* (11), pp. 5-50. Un estudio sobre el estado de la cuestión puede consultarse, entre la doctrina española, en PALACÍN, M. (1998). "El atrincheramiento de los directivos (I): Accionistas versus directivos". *Análisis financiero* (76), pp. 56-91; y PALACÍN, M. (1999). "El atrincheramiento de los directivos (II): el mercado de control corporativo". *Análisis financiero* (77), pp. 34-41; ARRUÑADA, B. (1990). "*Control y regulación en la sociedad anónima*". Madrid: Alianza Editorial; o, en el concreto caso de las OPAs, ARRUÑADA, B. (1992). "Crítica a la regulación de OPAs". *Revista de Derecho Mercantil* (203-204), pp. 29-67.

[176] TAPIA, A. J. (1991). "El régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS) de valores en el Derecho español (consideraciones generales sobre el régimen vigente y sobre el régimen proyectado)". *Actualidad Financiera* (2), pp. 791-827.

Sobre la estructura del control en España destaca el interesante estudio de SANTANA y AGUIAR (2004) que si bien es limitado en el tiempo viene a mostrar, elevado grado de control en la empresa cotizada española entre los años 1996-2002. En media los tres primeros accionistas –fundamentalmente grupos familiares– controlan en torno al 45% de los derechos de voto. A ello hay que añadir la importante presencia de medidas de blindaje, con un 43,7% de las empresas cotizadas teniendo al menos una disposición estatutaria defensiva en el año 2002, frente al 38.7% observado apenas seis años antes[177].

Es interesante a este respecto analizar también las conclusiones del informe de la Comisión Europea sobre la situación de la aplicación de la Directiva 2004/25/CE[178], que refieren expresamente al hecho de que una de las medidas defensivas más comunes en la Unión Europea –y no cubiertas por la Directiva– son las estructuras accionariales piramidales ("*pyramid structures*")[179] y las participaciones cruzadas ("*cross-shareholdings*"). Según los datos proporcionados por MARCCUS PARTNERS, el 18.1% de las sociedades cotizadas en la Unión Europea tienen estructuras piramidales (y el 27.5% de las empresas que han salido al mercado recientemente) y el 3.5% tienen participaciones cruzadas.

2.1.2.- La OPA como método de compra de acciones

Si bien el elemento «control» es inherente al propio concepto de OPAs y clave en todo su desarrollo legislativo, no es menos cierto que no en todos los tipos de OPA el control es igual de relevante. Así, es difícil encontrar lazos tan

[177] SANTANA, D. y AGUIAR, I. (2004). "Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002". Monografía nº 5, CNMV, Madrid.

[178] EUROPEAN COMMISSION (2012). "*Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*". Bruselas: Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions. Dicho informe está a su vez basado en MARCCUS PARTNERS & CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES. (2012). "*Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*". Bruselas.

[179] Aquellas estructuras las que a través de un conjunto de sociedades en cascada, un accionista o grupo de accionistas consigue mediante una pequeña participación en la sociedad o sociedades que se encuentran en la cúspide de la pirámide, llegar a controlar sociedades que se encuentran al final de la cascada.

evidentes entre control y OPA en algunas ofertas voluntarias o en las ofertas de exclusión. Es en estos casos en los que queda de manifiesto el papel de la OPA como método específico para la compra de acciones[180]. La OPA presenta ventajas adicionales que no pueden dejar de ser cuanto menos señaladas en cuanto método de adquisición de acciones frente a los métodos alternativos, si bien su mayor o menor relevancia cambia según hablamos de modelos de OPA obligatoria *a priori* o *a posteriori*:

- Control sobre el precio. Frente a la compra de acciones en mercado, la OPA permite establecer un precio único al que el comprador podrá comprar o no sus acciones. Esta situación evitará la incerteza que puede suponer comprar acciones en el mercado una vez que un paquete de control puede requerir el ir comprando acciones durante un largo periodo de tiempo. Y, dependiendo de la liquidez de la sociedad, esto puede implicar que las propias órdenes de compra disparen el precio de las acciones por encima del precio que se estará dispuesto a pagar.

  Sobre este tema es interesante ver la argumentación dada por COHEN (1990)[181], y citada por GARCÍA DE ENTERRÍA (1996), que considera que la OPA, en un mercado como el americano en el que no era obligatoria para alcanzar el control, funcionaría como un "*signalling device*" que alertaría a los accionistas de que la prima

[180] RECALDE (2010) afirma acertadamente en este sentido que «el lugar preferente que ocupa el concepto de oferta pública de adquisición permite cuestionar la opción del legislador español de construir toda la regulación desde la prevista para la OPA obligatoria por adquisición de control. El procedimiento previsto para éstas se extiende a la OPA que se presenta voluntariamente, así como a las demás clases de OPAs obligatorias, cuando parecería más lógico seguir un orden inverso, en el que el centro se situara en un régimen general aplicable a toda oferta pública de adquisición de acciones, de la que la OPA obligatoria sería una modalidad». Este mismo debate se planteó en la elaboración de la Directiva sobre OPAs, cuando en el año 2000 el Parlamento Europeo propuso que la propuesta de Directiva se aplicase a todo tipo de OPAs, si bien el Consejo acordó que la Directiva fuera únicamente aplicable a las OPAs que persiguiesen o tuviesen como objetivo la adquisición del control. En el mismo sentido se pronuncia ZURITA (2002), añadiendo al respecto de las OPAs que se «trata de una técnica peculiar de adquisición de valores distinta a aquellas que se desarrollan normalmente en el mercado, en las que el oferente se dirige directamente a los propietarios de esos valores y se compromete a adquirir sus acciones a un precio determinado y en su caso estableciendo determinadas condiciones».

[181] COHEN, L. (1990). "Why Tender Offers? The Efficient Market Hypothesis, the Supply of Stock, and Signalling". *The Journal of Legal Studies , 19* (1), pp. 113-143.

pagada en la OPA sólo se corresponde a un posible cambio de control y, por lo tanto sería temporal. Si en vez de lanzarse una OPA aquel que quisiese adquirir las acciones lo hiciese directamente en el mercado, los accionistas podrían no entender dicha subida de precio y considerar que dicho aumento es debido no al pago de una prima de control sino a un mayor valor intrínseco de la compañía acabasen por no vender acciones que, en un proceso de OPA si venderían.

- Control sobre el periodo. La compra en mercado de un paquete de acciones puede requerir el comprar acciones durante largos periodos de tiempo, en ocasiones de varios meses comprando todos los días hábiles acciones en el mercado. Mediante la OPA, si bien pueden existir también incertezas sobre los plazos (dependiendo, por ejemplo, de la posibilidad de aparición de OPAs competidoras o de la necesidad de autorizaciones previas por parte de, por ejemplo la Comisión Nacional de la Competencia, la Comisión Europea o, en el caso del sector eléctrico, la Comisión Nacional de Energía), por lo general existe cierta claridad sobre los plazos que podrán ser necesarios para comprar las acciones demandadas.

- Establecimiento de condiciones y reversibilidad. En determinados casos la regulación puede permitir el establecimiento de condiciones (y así hablamos en ocasiones de OPAs condicionadas), que limitan el riesgo del oferente frente a otros mecanismos para la toma de control. En este sentido destaca el hecho de que la OPA pueda estar condicionada a un nivel mínimo de aceptación. Si bien la OPA puede dar lugar –como consecuencia de su finalidad de permitir que todos los accionistas se beneficien de la prima de control que el oferente está dispuesto a pagar–, a que se acaben adquiriendo más acciones que las precisas para controlar una sociedad en un momento dado, no lo es menos que también permite no tener que quedarse con paquetes insuficientes para tal

fin. En cualquier caso, en este tema es importante analizar la diferencia entre OPA voluntaria y obligatoria y, dentro de éste último tipo entre sistema *a priori* o *a posteriori*.

- Publicidad y generalidad. La OPA permite hacer accesible con mayor simetría la información sobre la posibilidad de vender acciones a todos los accionistas. Esta característica, si bien va aneja a la extensión a todos los accionistas de la prima de control (igualdad de trato), es ahora vista desde el punto de visa del oferente, que tiene la posibilidad de llegar de forma más directa a todos los accionistas de la sociedad, de forma que el número de los mismos con información suficiente para vender sus acciones a un precio y en un plazo determinados, sea mayor, aumentando por tanto las posibilidades de éxito de la operación.

- Toma de control hostil. Frente a la compra directa de un bloque de control a otro u otros accionistas, la OPA permite «crear» un nuevo bloque de control con la intención de arrebatar el control a los detentores del mismo. Para ellos es básicamente necesario que los accionistas «controladores» no sean propietarios de la mayoría del capital, sino que ejerzan dicho control mediante la propiedad de un número de acciones limitado[182]. En cualquier caso es relevante subrayar el escaso éxito de las OPAs hostiles en el mercado español.

- Combinación con otros métodos. El lanzamiento de una OPA no es en ocasiones un mecanismo exclusivo para alcanzar el control de una compañía, sino que puede ir en muchos casos combinado con otros medios, ya sea la compra de un paquete significativo, ya sea

[182] Esta pareció ser la intención de Gas Natural cuando en septiembre de 2005 lanzó una OPA para la compra de Endesa, empresa que era controlada prácticamente por el equipo gestor de la compañía con el apoyo de Caja Madrid, que apenas poseía un 10% del capital.

> la compra de acciones en el mercado, especialmente en modelos de OPA obligatoria *a posteriori*.[183]

Son todas estas características de las OPAs como método de adquisición de acciones las que han llevado a determinados inversores a emplearlas como un método alternativo a las compras directamente en Bolsa para adquirir paquetes de acciones de una determinada empresa (ofertas voluntarias), o al propio regulador a utilizarlas para determinadas adquisiciones de valores en las que el control no tiene un papel relevante (oferta de exclusión).

Sobre este mismo tema, pero analizado desde el punto de vista contrario, es decir, las dificultades que presenta la mera compra de acciones como forma de adquirir el control frente a la OPA, destaca la visión de SÁNCHEZ ANDRÉS (1992), que trata el tema desde el modelo de OPA parcial *a priori* vigente en su momento. Considera el autor que la mera compra de acciones en el mercado presenta diversos inconvenientes como la posibilidad de sindicación de acciones por parte de otros accionistas, reduciendo el nivel de control asociado a las acciones compradas por un nuevo accionista en el mercado; el tiempo que requiere la compra de un bloque relevante; y el coste económico, especialmente si el mercado se percata del interés comprador de dicho accionista.

[183] El sector eléctrico puede aportar ejemplos de ambas situaciones tanto en un modelo do OPA obligatoria *a posteriori* como *a priori*. En 2005 el grupo constructor ACS compraba un bloque del 22% del capital de Unión Fenosa al Banco de Santander, pasando posteriormente a lanzar una OPA por un 10% adicional del capital. En el año 2006, Acciona compró acciones en el mercado representativas de un 20% del capital social de Endesa; posteriormente, ya en 2007 ENEL, mediante la compra directa de acciones en el mercado por un 9,9% del capital, complementada por la adquisición de derivados ("*equity swaps*"), alcanzaba el 14% del capital. Posteriormente, ENEL y Acciona lazaron una oferta conjunta por el 100% del capital social de Endesa.

2.2.- Historia: Estados Unidos e Inglaterra

La OPA como institución jurídica, al igual que otras tantas instituciones relacionadas con los mercados financieros ha tenido su génesis en los dos principales mercados financieros mundiales, Estados Unidos e Inglaterra.

Es importante destacar, en lo que respecta a su influencia en la normativa europea y española, el gran peso de la regulación británica, cuyos principios fueron de vital relevancia en la redacción de los diferentes proyectos de Directiva europea y en otros regímenes extra-comunitarios, frente a la peculiar normativa norteamericana, cuya influencia ha sido mucho más limitada y cuyas opciones regulatorias son hoy una *rara avis* dentro de los países con un cierto peso dentro de los mercados financieros[184].

Si bien las OPAs surgen en Estados Unidos como procedimiento para la compra de acciones propias, lo cierto es que su desarrollo se produce ya en los años sesenta como forma de adquirir el control de sociedades cotizadas –una de las formas, en realidad–, si bien de forma desregulada. Esta situación llevó a diferentes abusos en la ejecución de las OPAs que llevaron a la necesidad de regular dicho instrumento. Y ello se hizo, a nivel federal mediante la *Williams Act* de 1968. En cualquier caso, es importante subrayar que a nivel estatal fueron surgiendo diversas normativas sobre esta figura que colisionaron en no pocas ocasiones con la normativa federal[185]. En general, el pilar básico de dicha normativa federal venía a ser la necesidad de informar a los accionistas de forma exhaustiva, de forma que pudiesen tomar una decisión al respecto de la oferta teniendo en cuenta toda la información necesaria. Sin embargo, el problema de

[184] Un interesante estudio comparativo de la normativa comunitaria y los principales países extra-comunitarios en términos de mercados financieros puede encontrarse en MARCCUS PARTNERS & CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES. (2012). "*Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*". Bruselas

[185] Sobre este tema es interesante consultar, en la doctrina española GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1996). "*La OPA obligatoria*". Madrid: Civitas.

igualdad de trato y el reparto de la prima de control entre accionistas –que ya hemos visto era un tema relevante en la doctrina americana de la época– no lo era tanto a nivel regulatorio y quedó fuera de la *Williams Act*. Es decir, con la *Williams Act* se viene a regular el lanzamiento de OPAs ante los abusos percibidos por el regulador, pero no se impone la OPA como mecanismo obligatorio para adquirir el control, tal y como sucede con posterioridad en la Unión Europea y en los principales países de nuestro entorno, permitiéndose la compra de paquetes de control en el mercado. Otro elemento importante de la *Williams Act* que ya vimos al hablar del término OPA, es su ausencia de cualquier definición, lo que ha permitido una regulación muy flexible, considerando que quedan bajo su amparo figuras no serían OPAs *stricto sensu* pero que a juicio del regulador debían quedar al abrigo de dicha normativa.

A nivel estatal la jurisprudencia comenzó aceptando el principio de que el pago la prima de control a un número limitado de accionistas era perfectamente admisible ("*majority rule*"), sin embargo poco a poco los tribunales fueron admitiendo diversas excepciones ("*minority rule*") que permitieron que, en determinados casos, los accionistas minoritarios pudiesen ser compensados por cesiones de control de las que no pudieron beneficiarse.

A su vez, la doctrina fue reforzando cada vez más lo que se dio en llamar, ya en los años sesenta, la igualdad de oportunidades ("*equal opportunity*") para todos los accionistas, mayoritarios o minoritarios. Poco a poco lo que no era más que una teoría académica fue siendo aceptada por los tribunales, pasándose gradualmente de un modelo por el que la "*majority rule*" era la norma y las excepciones estaban más o menos tasadas a un modelo en el que, ante la aceptación de la igualdad de oportunidades a la hora de beneficiarse del reparto de la prima de control, la propia práctica llevó a una generalización de la OPA para la adquisición de paquetes que implicasen un cambio de control en la sociedad afectada.

Una descripción de algunas normas estatales ("*State Statutes*") que fueron apareciendo en diferentes Estados norteamericanos puede encontrarse en GARCÍA DE ENTERRÍA (1996), siendo en algunos casos –si bien pocos– dichos mecanismos estatales muy parecidos el sistema de OPA obligatoria *a posteriori* existente en Inglaterra. En este sentido en la actualidad, en los Estados de Maine, Pennsylvania y South Dakota existe el denominado "*control share cash-out*", norma que permite que en el caso de que alguien se haga con un porcentaje específico de acciones de una sociedad –entre el 20% y el 50%–, el resto de accionistas puedes solicitar a dicho adquirente a comprar también sus acciones a un precio justo ("*fair price*"). En cualquier caso, lo cierto es que apenas hay empresas domiciliadas en estos estados y que coticen en bolsa[186].

En Inglaterra, al igual que en Estados Unidos, la venta de participaciones de control con una prima de control es en un principio permitida tanto por el *Common Law* como por el *Company Law*. Sin embargo, un elemento tradicional de los mercados financieros británicos es la autorregulación, tanto a nivel de organización interna como a nivel de regulación y supervisión de las diferentes operaciones y actividades llevadas a cabo. En este sentido, es interesante ver como a inicios de los años ochenta, cuando en España comienzan a prepararse las primeras normas específicas sobre las OPAs, en Inglaterra ya existe el llamado *City Code on Takeovers and Mergers*, ejemplo de autorregulación de la comunidad financiera de la *City* londinense. Dicho código, a diferencia de lo que serían las principales líneas seguidas en la Europa continental, establece principios que, si bien hoy son la esencia de todo el Derecho europeo sobre OPAS, ZURITA (1980) consideraba como peculiares en aquellos momentos[187].

[186] Para analizar en detalle y, en general, la regulación de OPAs en Estados Unidos en la actualidad puede verse el detallado estudio llevado a cabo para la Comisión Europea de MARCCUS PARTNERS y CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES. (2012). "*Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*". Bruselas.

[187] «Dicha particularidad consiste en que la protección a los accionistas minoritarios se trata de lograr mediante la imposición de un deber o mejor de una obligación que se impone al nuevo titular del control de realizar una oferta en las condiciones señaladas a todos los accionistas de la sociedad», exponía el mencionado autor.

El *City Code*, tal y como veremos más adelante fue, con base en estos principios –fundamentalmente un modelo de OPA obligatoria, total, *a posteriori*– tan poco comunes en las primeras regulaciones europeas, la principal fuente de inspiración de las diferentes propuestas de Directiva europea incluyendo la redacción final de la misma del año 2004. En este sentido, GARCÍA DE ENTERRÍA (1996) subraya como el propio legislador comunitario, a la hora de preparar la Directiva, fue tendiendo a las rigurosas soluciones técnicas proporcionadas por el *City Code* y cómo no es casualidad que el proceso de armonización europea en ésta materia haya sido inmediatamente posterior a la incorporación del Reino Unido a la Comunidad Económica Europea, siguiendo en este argumento a BASALDUA (1990)[188].

Si bien las OPAs surgieron con mucha anterioridad en el Derecho inglés –existiendo ya ejemplos la regulación británica sobre este tema en el año 1929– lo cierto es que el *City Code* surgió tras la gran polémica que hubo en Inglaterra en los años cincuenta a raíz de diversos procesos de OPA. La presión, tanto política como social, fue aumentando lo que llevó a las principales instituciones de la *City* a decidir regular de forma más sistemática este tema. Es así como surgieron tanto el denominado *Panel on Take-overs and Mergers*[189] como el *City Code on Takeovers and Mergers*, publicado por primera vez en el año 1968[190].

A pesar de lograrse plasmar en el modelo británico de autorregulación un sistema normativo relativo a las OPAs o "*takeover bids*", la polémica sobre regulación y autorregulación siguió siendo un tema polémico en el país, si bien el

[188] BASALDUA, N. (1990). "Vers une harmonisation communautaire des offres publiques d'acquisition". *Revue pratique des Sociétés Civiles et Commerciales* (6551), pp. 234-273.

[189] El propio panel se define a sí mismo como «an independent body, established in 1968, whose main functions are to issue and administer the City Code on Takeovers and Mergers (the "Code") and to supervise and regulate takeovers and other matters to which the Code applies. Its central objective is to ensure fair treatment for all shareholders in takeover bids».

[190] Sobre los orígenes de la regulación de OPAs en Inglaterra puede consultarse, en la doctrina española ZURITA, J. (1980). "*La oferta pública de adquisición (OPA)*". Madrid: Bolsa de Madrid - Servicio de Estudios; y en la doctrina británica, PENNINGTON, R. (1969). "Take-over Bids in the United Kingdom". *American Journal of Comparative Law* (17), pp. 159-193.

éxito de dicho modelo regulatorio y, como menciona GARCÍA DE ENTERRÍA (1996), «la generalizada y voluntaria observancia del *Code* por parte de la comunidad financiera en su conjunto», así como su «nivel de excelencia técnica, que resulta en gran medida de la posibilidad que ofrece el activo y dinámico mercado de OPAs británico de experimentar de forma constante e inmediata las diversas soluciones normativas y del consiguiente proceso de revisión a que están constantemente sometidas sus normas», reforzaron el papel de dicho modelo normativo.

En cualquier caso es importante subrayar cómo tanto el *Panel* como el *Code*, fundamentales en la normativa europea sobre OPAs, se han mantenido incluso tras la aprobación de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, quedando sus funciones reguladas en el *Companies Act 2006*.

2.3.- Clases de OPA

A la hora de clasificar las OPAs muchos son los criterios posibles, siendo algunos –como por ejemplo la diferenciación entre OPA voluntaria y OPA obligatoria– de gran trascendencia jurídica mientras que otras clasificaciones son más anecdóticas desde un punto de vista legal –como la tradicional diferenciación entre OPA hostil y OPA amistosa–.

Con el objetivo de esclarecer la diferente tipología de OPAs es necesario hacer una breve clasificación de las mismas partiendo de la idea –no siempre consensual– de que la OPA es una técnica de adquisición de acciones particular y paritaria para todos los accionistas y no una técnica de adquisición para adquirir el control, a pesar de que ese sea el fin en la mayoría de los casos y el que es normalmente referido al hablar de OPA obligatoria.

2.3.1.- OPA con finalidad de control - OPA con finalidad de reforzar el control – OPA con finalidad de adquirir un paquete de acciones

Si bien esta clasificación, dada ya en la doctrina española por ZURITA (1980), ha perdido cierta relevancia con la generalización a nivel europeo del modelo de OPA obligatoria, total y *a posteriori*, no por ello nos parece menos interesante al ser consecuencia de la visión que compartimos de que la finalidad del control, si bien es básica en el modelo de OPA obligatoria, no es esencial, una vez que hay otro tipo de OPAs, ya sea por su finalidad (exclusión), ya por su posición relativa respecto al concepto de control.

Mientras que la OPA «con finalidad de control» tenía sentido bajo el anterior régimen de ofertas *a priori*, en el que era necesario lanzar una OPA para hacerse con el control, en el actual modelo impulsado por la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, basa la obligatoriedad de la OPA en el hecho de haberse hecho previamente con el control. Es el acceso al control y no la intención de hacerse con él lo que activa la obligatoriedad de la OPA.

A pesar de ello es interesante como siguen existiendo en nuestro ordenamiento situaciones en las que a pesar de que alguien ostenta ya el control, entendiendo como tal, que es titular de una participación superior al 30%, existen situaciones en las que es obligado a lanzar una OPA obligatoria si quiere aumentar su posición, ya sea porque adquiere valores representativos de más del 5% en un periodo de 12 meses, ya porque sobrepasa el umbral del 50%. Si bien es cierto que esta situación es para aquellos casos en los que un accionista ya tuviese el control de la sociedad afectada con anterior a la entrada en vigor de la Ley 6/2007, de 12

de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores[191], no es menos cierto que estamos ante una situación en la que se regula el refuerzo del control y no la adquisición del mismo.

Con respecto, por último, a las ofertas para adquirir un pequeño paquete de acciones –y sin entrar en los casos específicos de OPAs de exclusión o de OPA por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias–, su admisión en determinados casos es una muestra, a nuestro juicio, del mayor peso que debe tener en la definición de las OPAs de su visión como técnica de adquisición de valores que la finalidad de adquisición de control. En este sentido cabe ver como tradicionalmente esta posibilidad se admitió –salvo en ocasiones en países como el Reino Unido[192] o Bélgica–, y como la legislación española actual lo permite con base en el artículo 13.4 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores que establece que:

> Podrá formular una oferta voluntaria por un número de valores inferior al total quien no vaya a alcanzar, a resultas de ella, una participación de control o quien, ostentando ya una participación de control, pueda libremente incrementar su participación en la sociedad afectada sin sujetarse a la obligación de formular una oferta obligatoria.

2.3.2.- OPA con contrapartida en dinero – OPA con contrapartida en títulos

Uno de los elementos esenciales de la OPA en cuanto método de compra de acciones es la contraprestación. Dependiendo del tipo de contraprestación es posible hablar de OPAs en efectivo (en las que la contraprestación es en dinero

[191] BOE nº 89, de 13 de abril de 2007.

[192] Si bien con la reforma del *City Code* en 1976 se modificó la norma 27 de forma que pasó a admitirse de forma clara la posibilidad de usar las OPAs como mecanismo para adquirir pequeños paquetes de acciones, tal y como puede verse en ZURITA (1980).

efectivo) y OPAs como permuta o canje de valores (en los que se produce un intercambio de acciones u otros títulos).

Por lo general la regulación a tratado de beneficiar que las OPAs fuesen en efectivo y así determinadas ofertas sólo han podido hacerse en dinero, como garantía mayor para accionistas minoritarios. La tendencia española ha sido la de relejar esta norma permitiéndose en un número mayores de casos la opción de canje o permuta pero, normalmente, con dos medidas complementarias para limitar los riesgos asociados a ésta alternativa: que en algunos casos se ofrezca como alternativa una contraprestación dineraria (tal y como aparece en el artículo 14.2 del Real Decreto 1066/2007) o que se especifique de forma clara –e incluso a veces por terceras entidades, experto independiente o el propio regulador– la valoración en dinero que la ecuación de canje supone.

Normalmente los títulos ofrecidos como contraprestación debían estar cotizados en una bolsa de valores[193]. La Directiva 2004/25/CE permite que no sea así y de ese modo aparece reflejado en el artículo 14.2 del Real Decreto 1066/2007, exigiéndose en este caso un informe de un experto independiente que determine el valor que les corresponde.

2.3.3.- OPA hostil - OPA amistosa

Esta clasificación, desde una perspectiva «socioeconómica» más que «legal» en palabras de TAPIA, ALONSO y RODRÍGUEZ (2010) ha tenido probablemente más tratamiento en la prensa que en la doctrina debido

[193] En este sentido, mientras que el antiguo artículo 10.4 del Real Decreto 1197/1991 exigía que fuesen «valores admitidos a negociación en Bolsa de valores española o en Bolsa radicada en algún Estado miembro de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (O.C.D.E.), o valores a emitir por la propia sociedad oferente […]», el nuevo Real Decreto 1066/2007 exige que sean «valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado de algún Estado miembro de la Unión Europea, o valores a emitir por la propia sociedad oferente […]».

precisamente a su falta de tratamiento regulatorio. Si bien, como los mismos autores señalan, esta distinción ha estado ampliamente en la mente del regulador, tanto europeo como nacional, a la hora de abordar las ofertas públicas de adquisición y ciertos aspectos como, por ejemplo, la regla de neutralidad –o deber de abstención–, o la obligatoriedad de publicar un informe por parte del Consejo de Administración mostrando la opinión del mismo con respecto a la oferta.

En general esta clasificación se da exclusivamente dentro de las OPAs en las que se dirime el control de la sociedad y, desde luego, no tiene sentido alguno en las OPAs lanzadas por la propia sociedad. Distinguimos entre OPAs hostiles y OPAs amistosas dependiendo del recibimiento que tenga entre los administradores o principales accionistas de la sociedad afectada[194]. No en vano, para hablar de esta clasificación ZURITA (1980) hablaba de «clases de OPA según la posición de los administradores de la sociedad afectada». En cualquier caso, no parece adecuado hablar de OPAs hostiles con respecto a toda la base accionarial, ya que el conjunto de accionistas ejerce su derecho sobre las acciones de la que es titular aceptando o no la oferta y, en su caso, votando en las juntas que el proceso de OPAs pueda requerir, si bien es cierto que hay situaciones en las que la oferta puede ser vista por la mayoría de accionistas como un chantaje a los mismos al ser la alternativa a la misma peor que la propia oferta.

Como decimos, no existiendo en España a nivel legal esta distinción, normalmente se distingue o se habla de uno u otro tipo atendiendo a la respuesta que dé a la misma el Consejo de Administración de la sociedad afectada. Así cabe hablar de ofertas amistosas que han sido previamente negociadas con el Consejo de Administración de la sociedad afectada o los principales accionistas de la misma, pero también de ofertas no negociadas en las que por su precio o características, el informe obligatorio que el órgano de gestión de la sociedad afectada sea favorable a dicha oferta. Mientras que ofertas hostiles lo son aquellas

[194] El lanzamiento de una OPA es uno de los momentos críticos en la vida de una sociedad al ponerse de manifiesto de forma evidente el posible conflicto de agencia entre gestores y propietarios o accionistas.

que cuentan con la oposición del Consejo de Administración, fundamentalmente en el informe sobre la propia oferta que la legislación les obliga a emitir, aunque su postura con respecto a la oferta puede manifestarse con anterioridad al preceptivo informe incluso mediante la adopción de todos tipo de medidas defensivas. Ello no es óbice para que una oferta inicialmente hostil pueda devenir amistosa al cambiar algunas de las condiciones –normalmente la contraprestación– con las que la oferta fue inicialmente anunciada.

2.3.4.- OPA obligatoria - OPA voluntaria

GARCÍA DE ENTERRÍA (2004) establece tres grandes fundamentos para el establecimiento de la obligación de formular una OPA:

- El principio de igualdad de trato de los accionistas.
- El reparto de la prima de control entre todos los accionistas.
- La posibilidad de salida de los accionistas minoritarios ante la entrada de un nuevo socio de control.

Sin embargo, en ocasiones es posible lanzar OPAs incluso sin ningún tipo de obligación legal. La justificación de esta situación parece ser clara: el aprovechamiento de algunas de las ventajas que ofrece la OPA como método de adquisición de acciones frente a la compra directa en mercado. Elementos como la posibilidad de apelar a todos los accionistas de una empresa (frente a los que puedan estar vendiendo en la bolsa en un momento dado); la posibilidad de condicionar la compra; o la posibilidad de fijar un precio de antemano y un periodo para adquirir las acciones son factores que pueden, en un momento dado, favorecer el lanzamiento de una OPA frente a métodos alternativos de compra de acciones.

A pesar del papel central que la OPA obligatoria juega en el marco regulatorio, no hay que dejar de subrayar el relevante papel dado tanto en el Real Decreto 1197/1991 como en el Real Decreto 1066/2007 a las OPAs voluntarias, tal y como veremos en capítulos posteriores.

2.3.5.- OPAS con finalidades específicas: OPA de exclusión

En lo que a OPAs con finalidades específicas se refiere cabe destacar la OPA de exclusión, regulada en España en el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores ("Ley del Mercado de Valores"). Dicho artículo venía a recoger las modalidades de exclusión que con anterioridad había sido regulada por primera vez en el Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas de Comercio[195] y en Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios[196].

Tras diversas modificaciones, el régimen de las ofertas de exclusión quedó plasmado en el artículo 34 de la Ley del Mercado de Valores y posteriormente desarrollado por el Real Decreto 1197/1991. Dicho modelo, en esencia, es el que se ha mantenido a pesar de las reformas posteriores tanto de la Ley del Mercado de Valores como del desarrollo reglamentario de la regulación sobre ofertas públicas de adquisición.

---

[195] BOE nº 168, de 15 de julio de 1967.

[196] Con anterioridad, el Reglamento de las Bolsas de Comercio de 30 de junio de 1967 no contemplaba la obligación de lanzar una OPA para los casos de exclusión del mercado cotizado. La exclusión aparecía como opción voluntaria de la propia empresa con el objeto de cotizar en otro mercado o con motivo sancionador en dos supuestos establecidos en el artículo 48: (1) incumplimiento de las obligaciones de información y (2) desatención a los requerimientos correspondientes. Para un análisis de la evolución en la legislación española de las OPAs de exclusión consultar GIRGADO, P. (2010). "La OPA de exclusión de cotización". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir..), "Derecho de OPAs" (pp. 215-244). Valencia: Tirant lo blanch; o TAPIA, A. J., ALONSO, C. y RODRÍGUEZ, I. (2010). "OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 161-326). Barcelona: Bosch.

El fundamento jurídico de la OPA de exclusión no tiene por tanto nada que ver con el control de una sociedad sino que viene a proteger al accionista minoritario que ha invertido en el mercado de valores aprovechando las ventajas de liquidez[197] que éste ofrece así como las especial protección que el mercado ofrece a los accionistas en elementos tan importantes como los deberes de información o la supervisión por parte de la CNMV. La pérdida de éstas ventajas implica un perjuicio para el que deben establecerse mecanismos de protección, como permitir la venta a todos aquellos accionistas que no quieran seguir formando parte de un proyecto económico que va a estar menos fiscalizado en el futuro por no quedar sometido a las normas del mercado de valores o tener su dinero invertido en valores que carecen de un elemento tan importante como es la liquidez de cara a una eventual desinversión futura. Junto con la liquidez tendríamos también que destacar un elemento asociado a la misma como es la cotización diaria, que permite a un accionista, aunque no quiera vender su participación, tener una referencia sobre el precio que sus acciones tienen en todo momento.

El modelo de OPA de exclusión, si bien no es propio exclusivamente de la regulación española, no ha sido de uso generalizado en el Derecho Comparado, donde para la exclusión de bolsa de una sociedad cotizada han coexistido históricamente una variedad de métodos.

Un tema con el que la OPA de exclusión está íntimamente ligado, tal y como veremos posteriormente, es el del "*squeeze-out*", u operaciones societarias promovidas por el accionista de control con el objeto, no ya de excluir a la

[197] Sobre este tema puede verse la Sentencia del Tribunal Supremo (Sala de lo contencioso administrativo) de 23 de mayo de 2005. Dicha sentencia se refiere a la impugnación de un accionista minoritario de la autorización de la CNMV a una OPA de exclusión debido a unos posibles vicios de procedimiento y a determinados problemas en la determinación del precio ofrecido. Para un análisis detallado de la sentencia, que escapa al objetivo de esta tesis, puede consultarse de CARLOS, L. y GARCÍA-VILLARRUBIA, M. (2005). "La intervención de los accionistas en el procedimiento de autorización de OPAs de exclusión. Comentario de la sentencia del Tribunal Supremo de 23 de mayo de 2005". *Revista de Derecho Mercantil* (258), pp. 1613-1640.

sociedad de cotización, sino de excluir a los socios minoritarios, es decir, de obligarles a vender sus acciones al socio mayoritario o a la propia sociedad. Si bien esta figura tiene cabida legal tras la reforma de la Ley del Mercado de Valores en el año 2006, no lo estaba, al menos explícitamente, en la normativa anterior, si bien fue aceptado tanto por la doctrina[198] como en la práctica tal y como pudo verse en el caso, por ejemplo, de Hidrocantábrico, que fue excluida de cotización en el año 2002 y cuyas acciones en manos de minoritarios fueron amortizadas en el año 2006 a un precio muy atractivo para los mismos. El mecanismo empleado para tal fin era la reducción de capital con amortización no paritaria de acciones en aplicación del procedimiento previsto en el artículo 164 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas[199] ("Ley de Sociedades Anónimas" o "LSA")[200]

El Informe Winter[201], al que nos referiremos con mayor detalle en el capítulo dedicado a la Directiva 2004/25/CE y más concretamente a la denominada Tercera Propuesta, recomendó la opción de compraventa forzosa ("*selling-out right*" y, fundamentalmente, "*squeeze-out*") como mecanismos para la exclusión al considerar que la OPA era un mecanismo ineficiente[202]. En términos generales es cierto que la opción del Informe Winter, finalmente acogida por la Directiva 2004/25/CE, parece conciliar mejor los intereses encontrados del accionista mayoritario y los accionistas minoritarios que permanecen en una sociedad cotizada al ser articulado a través de dos alternativas que podríamos llamar simétricas; el derecho del minoritario a salir y el interés del mayoritario en

[198] Puede consultarse en PAZ-ARES, J. C. (2003). "Aproximación al estudio de los "squeeze-outs" en el Derecho español". *Revista de derecho bancario y bursátil,* (91), pp. 7-38.

[199] BOE nº 310, de 27 de diciembre de 1989. Derogado.

[200] Dicho mecanismo fue denominado como «*squeeze-out* a la española» por HOEDL, C. y PAZ, J. (2007). "La nueva regulación del squeeze-out en España: oportunidades para los P2Ps". Revista Española de Capital Riesgo (2), pp. 27-46.

[201] "Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids"

[202] En el texto original inglés se afirma que «Delisting procedures generally entail an obligation to make a bid for the remaining minority shares with the burdens and costs of delays and disclosure. This is inefficient where the majority shareholder has just made a takeover bid and it does not guarantee that minority shareholders transfer their shares. The squeeze-out right is a more efficient means to achieve the same end».

no tener incómodos compañeros de viaje –una descripción interesante de los inconvenientes asociados a esta situación puede verse en el propio Informe Winter que menciona, por ejemplo, la dificultad para integrar los diferentes negocios, no pudiendo sacar pleno partido del éxito de una OPA; los costes asociados a mantener socios minoritarios como juntas generales de accionistas; anuncios públicos, etc.; o uso abusivo de sus derechos por parte de accionistas minoritarios. A pesar de ello, el legislador español optó por mantener, junto con las compraventas forzosas reguladas por la Directiva 2004/25/CE, la alternativa de la OPA de exclusión, si bien adaptada a la existencia de nuevas alternativas que podían lograr el mismo fin.

GIRGADO (2010) considera que el mantenimiento de las dos opciones es razonable al tener finalidades diferentes. Así, mientras el "*squeeze-out*" protegería, tal y como aparece de forma evidente en el Informe Winter, los intereses del socio mayoritario, la OPA de exclusión se centraría en «la protección del accionista minoritario y no en la mayor eficiencia que su salida pueda representar para el accionista mayoritario». Si bien entendemos que esto es cierto, no lo es menos que el interés del accionista minoritario, de forma simétrica, quedaría protegido, incluso en mayor medida que en la OPA de exclusión, mediante el "*selling-out right*". Y creemos que queda protegido en mayor medida ya que es una opción de dicho accionista el obligar a la compañía a comprar sus acciones a un precio justo, mientras que la OPA de exclusión es un mecanismo que queda exclusivamente en manos del accionista mayoritario. Es decir, la OPA de exclusión permite salir al accionista minoritario si y sólo si el accionista decide excluir la empresa de bolsa. O dicho de otro modo, el "*selling-out right*" permite a un accionista dejar de serlo bajo determinadas circunstancias –cuando el accionista mayoritario tiene un porcentaje muy elevado del capital, normalmente superior al 90%– con independencia de que la sociedad continúe o no como sociedad cotizada; mientras que en la OPA de exclusión el accionista minoritario sólo puede salir –salvo en el caso evidente de que venda en mercado– cuando el socio mayoritario decida excluir a la empresa de bolsa. A pesar de ello, coincidimos en que el mantenimiento de ambas opciones no es excluyente,

estando la opción del regulador español razonablemente estructurada desde un punto de vista técnico.

2.3.6.- OPAS con finalidades específicas: OPA por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias

Dentro del concepto de OPAs con finalidades específicas es importante incluir, junto con la OPA de exclusión, la denominada OPA por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias. Este tipo de OPA es tradicional en nuestro Derecho, teniendo su origen en el artículo 170 de la Ley de Sociedades Anónimas[203], que establecía lo siguiente:

> **Artículo 170.** Reducción mediante adquisición de acciones propias.
>
> 1. Cuando la reducción del capital hubiere de realizarse mediante la compra de acciones de la sociedad para su amortización, deberá ofrecerse la compra a todos los accionistas.
>
> Si el acuerdo de reducción hubiera de afectar solamente a una clase de acciones, deberá respetarse lo establecido en el artículo 148.
>
> 2. La propuesta de compra deberá ser publicada en el Boletín Oficial del Registro Mercantil y en un periódico de gran circulación en la provincia en que la sociedad tenga su domicilio, habrá de mantenerse, al menos, durante un mes, incluirá todas las menciones que sean razonablemente necesarias para la información de los accionistas que deseen vender y, en su caso, expresará las consecuencias que se deriven de no alcanzar las acciones ofrecidas el número fijado en el acuerdo.
>
> 3. Cuando todas las acciones sean nominativas, los estatutos podrán permitir que se sustituya la publicación de la propuesta a que se refiere el apartado anterior por el

[203] Y aparecía ya en el Anteproyecto de Ley de Sociedades Anónimas de 1979, tal y como recuerda SÁNCHEZ-CALERO (2009). En cualquier caso, no aparecía ni en la Ley de Sociedades Anónimas de 1951 ni en la regulación sobre OPAs de 1984 o 1980.

envío de la misma a cada uno de los accionistas, computándose el plazo de duración del ofrecimiento desde el envío de la comunicación.

4. Si las acciones ofrecidas en venta excedieran del número previamente fijado por la sociedad, se reducirán las ofrecidas por cada accionista en proporción al número de acciones cuya titularidad ostente.

5. A no ser que en el acuerdo de la Junta o en la propuesta de compra se hubiera dispuesto otra cosa, cuando las acciones ofrecidas en venta no alcancen el número previamente fijado, se entenderá que el capital queda reducido en la cantidad correspondiente a las acciones adquiridas.

6. Las acciones adquiridas por la sociedad deberán ser amortizadas dentro del mes siguiente a la terminación del plazo del ofrecimiento de compra.

Si bien el artículo no cita expresamente las OPAs, y la obligatoriedad de «oferta pública» no se limita exclusivamente a sociedades cotizadas sino a todo tipo de sociedades anónimas, su regulación aparecía en el artículo 9 del Real Decreto 1197/1991, que mencionaba que en dicho caso –y con referencia expresa al artículo 170 de la Ley de Sociedades Anónimas– debería formularse una OPA[204], si bien entendiéndose que limitándose lo dicho en dicho desarrollo reglamentario al caso de sociedades cotizadas.

Básicamente lo que la regulación española establece es que en caso de que una sociedad cotizada desee comprar acciones en el mercado con la finalidad de reducir capital –es decir, queda excluido el caso de reducción de capital por amortización de acciones que ya posee en autocartera[205]–, deberá, obligatoriamente, hacerlo a través de una OPA. La justificación de esta norma parece ser claramente la igualdad de trato de todos los accionistas[206], si bien es

[204] Con posterioridad, ya en el 2010, dicha situación aparece reflejada en el art. 339 de del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (BOE nº 161, de 3 de julio de 2010) ("Ley de Sociedades de Capital" o "LSC").

[205] Si bien la casuística puede dar lugar a situaciones muy sutiles en las que deberán analizarse las circunstancias concretas para evitar el fraude de ley.

[206] Principio consagrado en Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el

posible incluir, tal y como hacen TAPIA, ALONSO y RODRÍGUEZ (2009), citando a SÁNCHEZ ANDRÉS (1987)[207], «la voluntad del legislador de someter estas operaciones a las mismas normas de protección de transparencia que el resto de operaciones de transmisión a título oneroso realizadas en el mercado de valores».

Es en cualquier caso interesante ver cómo la norma, en su redacción del año 2007 ha establecido una excepción a la obligatoriedad de formular OPA en aquellos casos de planes de recompra de acciones establecidos según lo previsto en el «Reglamento (CE) nº 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003[208], por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo[209] en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros y no exceda del 10% del capital con derecho de voto de la sociedad».

2.4. La OPA en el sistema normativo de la Unión Europea

Sin duda alguna, la normativa española sobre OPAs es en gran medida reflejo de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición. Sin embargo, la influencia de la legislación europea no puede circunscribirse a la propia Directiva. Incluso con anterioridad, el estado de la cuestión en Europa junto con los diferentes proyectos de Directiva que se prepararon hasta llegar a su versión definitiva también influyeron en toda la normativa española anterior al año 2004.

---

párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital.

[207] SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1987). "Aumento y reducción de capital". En ALONSO UREBA, A. (Coord.), "*La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*" (pp. 365-391). Madrid: Civitas.

[208] Reglamento (CE) nº 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros y no exceda del 10% del capital con derecho de voto de la sociedad. (DOUE nº 336, de 23 de diciembre de 2003).

[209] Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 28 de enero de 2003, sobre las operaciones con información privilegiada y la manipulación del mercado (abuso del mercado). (DOUE nº 96, de 12 de abril de 2003).

Es por esta razón que la gran influencia de la normativa europea sobre la regulación española, especialmente en la Ley del Mercado de Valores en 2006 y en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, es relevante para el objeto de este estudio. Si bien es evidente, o al menos eso se intenta concluir en este trabajo, que la casuística española, y más específicamente la relacionada con el sector eléctrico, ha sido clave en determinados aspectos de la regulación sobre OPAs, es fundamental tener claro desde un primer momento qué elementos de la regulación española son deudores de la normativa europea sobre esta materia.

Y para ello es imprescindible analizar no sólo la Directiva 2004/25/CE sino el largo proceso previo, ya que dicho proceso también influyó en el devenir de la regulación española y nos permitirá identificar elementos críticos de nuestro modelo son consecuencia de dicho proceso[210].

2.4.1.- Antecedentes

Ya en los años setenta, el italiano CORAPI (1972)[211] consideraba que «es indudable que, en igual medida y quizás más que los otros capítulos del Derecho de las sociedades, cuya armonización ha sido ya afrontada por la Comunidad, también la oferta pública de adquisición es un momento de la vida de las sociedades de capitales que precisa de una disciplina armonizada, si se quiere

[210] Para analizar en detalle la evolución de esta materia en la normativa comunitaria consultar BENEYTO, J. M. y PUENTE, J. (2005). "*Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado*". Universidad San Pablo-CEU, Instituto de Estudios Europeos,. Madrid: Documentos de trabajo nº2; CLARKE, B. (2007). "*Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass*". CLPE. Research Paper 18/2007 Vol. III, nº4; HOPT, K. J. (2002). "Takeover regulation in Europe - The battle for the 13th Directive on Takeovers". *Australian Journal of Corporate Law* (15); y SKOG, R. (2002). "The Takeover Directive - an endless saga?". *European Business Law Review , 13* (4), pp. 301-312.

[211] CORAPI, D. (1972). "Le offerte pubbliche di acquisto nell'ordinamento dei paesi della Comunitá Europea". *Rivista del Diritto Commerciale , I* (593), pp. 291-328.

proceder a la integración o al desarrollo de un sistema económico a escala europea».[212]

A pesar de ello, la plasmación de estas ideas en una Directiva fue un proceso largo y complejo a la vez. La disparidad de modelos regulatorios en los Estados miembros[213], en gran medida influidos por los modelos germánico y francés, la influencia en Derecho del Mercado de Valores (y de Sociedades, en general) del Derecho anglosajón, y los importantes intereses en juego fueron algunas de las causas que motivaron el retraso en la elaboración de una Directiva sobre OPAs.

El reto, sin embargo, fue rápidamente afrontado por la Comisión Europea, que ya en 1974 encargaba al profesor Robert Pennington un proyecto preliminar de Directiva[214]. Al igual que proyectos posteriores, su propuesta estaba muy influenciada, incluso en el estilo, por el *City Code* británico[215] si bien tras algunas discusiones entre representantes de los Estados miembros, el proyecto fue abandonado por la Comisión[216].

Junto a ello habría que mencionar dentro de esos primeros pasos lo dicho por el "Código de conducta europeo relativo a las transacciones referentes a los valores mobiliarios", establecido por la Recomendación de 25 de julio de 1977

---

[212] El texto de CORAPI continúa diciendo: «Incluso si se quisiera restringir las exigencias de armonización del Derecho de las sociedades de los países de la Comunidad a la armonización expresamente indicada en el artículo 54, párrafo 3, letra g) del Tratado de Roma, es decir "la exigencia de coordinar, en la medida necesaria y con el fin de hacerlas equivalente, las garantías que se exigen en los Estados miembros a las sociedades, a tenor del artículo 58, párrafo 2, para proteger los intereses tanto de los socios como de los terceros", y aun sin tener en cuenta las exigencias de armonización mucho más amplias impuestas por los artículos 67 y 100 del tratado de Roma, resulta evidente que estas exigencias de armonización hacen necesaria la búsqueda de principios comunes de disciplina de la OPA en los diversos ordenamientos» [Traducción del italiano tomada de RODRÍGUEZ SASTRE (1975)].

[213] O como señala SÁNCHEZ CALERO (2009) la ausencia en algunos Estados miembros de una regulación sobre las OPAs.

[214] El nombre del proyecto era "Propuesta preliminar de Directiva dirigida a coordinar las garantías requeridas en los estados miembros a las sociedades del artículo 58, párrafo segundo, del Tratado para la tutela de los intereses de los socios y de los terceros en lo referente a las ofertas públicas de adquisición de acciones y otros títulos".

[215] El *City Code on Takeovers and Mergers* ha sido, con sus principios de ofertas obligatorias ("*compulsory bids*") y de neutralidad del consejo ("*board neutrality*" o "*passivity rule*"), claramente el pilar de la Directiva europea.

[216] Para mayores detalles sobre esta propuesta ver SÁNCHEZ CALERO (2009)

(77/354/CEE) relativo a la igualdad de trato de los socios de una sociedad cotizada, en particular, en el principio general nº3[217].

Adicionalmente el Libro Blanco sobre la realización del mercado interior, publicado en el año 1985, proponía la mejora de las OPAs y preveía la presentación de una Directiva sobre este tema dentro del calendario de acciones.

2.4.1.1.- Primera Propuesta de Directiva

La primera Propuesta de Directiva tiene su origen en 1988 y se denominó oficialmente "Propuesta de decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de Derecho de Sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición"[218], si bien el hecho de ubicar esta Directiva en el ámbito del Derecho de Sociedades y no del Derecho del Mercado de Valores fue criticado por la doctrina[219].

Modificada en 1990 tras los comentarios recibidos por parte del Comité Económico y Social[220] y del Parlamento[221], fue llevada a la cumbre de Edimburgo, ya en 1992. Sin embargo, la oposición de algunos Estados miembros, en especial por su excesivo detalle y por la declaración del principio de

[217] TAPIA, A. J. (1991). "El régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS) de valores en el Derecho español (consideraciones generales sobre el régimen vigente y sobre el régimen proyectado)". *Actualidad Financiera* (2), pp. 791-827.

[218] DOCE C64, 14 de marzo 1989.

[219] Ver TAPIA, A. J. (1991). "El régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS) de valores en el Derecho español (consideraciones generales sobre el régimen vigente y sobre el régimen proyectado)". *Actualidad Financiera* (2), pp. 791-827. En sentido contrario cabe destacar SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1990). "Sobre la caracterización y régimen de las llamadas "OPAS simultáneas". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (2), pp. 1111-1122, que considera que la normativa de OPAs, en cuanto que responde a la exigencia de asegurar la igualdad de tratamiento, principio que "preside toda la articulación del Derecho de Sociedades". [SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1987). "Aumento y reducción de capital". En ALONSO UREBA, A. (Coord.), "*La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*" (pp. 365-391). Madrid: Civitas].

[220] DOCE C298, 27 noviembre 1989.

[221] DOCE C38, 19 enero 1990.

subsidiariedad[222] con respecto a la admisión de la OPA obligatoria, llevó a que fuese retirada, ya en 1996 por la Comisión[223].

En este primer intento es importante subrayar la importancia que la doctrina da al hecho de que en 1988 el financiero italiano Carlo De Benedetti lanzase una OPA por *Société Generale de Belgique*, lo que puso encima de la mesa la falta de una regulación armonizada sobre un elemento de vital importancia en el mercado de control de las sociedades. Una vez más casos concretos acaban por ser un motor importante del proceso legislativo en esta materia. En este caso a nivel europeo.

2.4.1.2.- Segunda Propuesta de Directiva

Esta segunda propuesta tuvo su redacción inicial en 1996[224] y mantuvo el nombre de la anterior tentativa y, con el nombre, la esencia. Como afirma SÁNCHEZ CALERO (2009) «era una versión simplificada de la anterior, ya que centraba su preocupación esencialmente en marcar unas líneas directrices mínimas respecto a la conducta y a la transparencia de las OPAs, dejando a los Estados miembros aplicarlas conforme a sus tradiciones».

Los principios básicos, citados en el artículo 5 de la Propuesta eran los siguientes:

---

[222] El tema de la subsidiariedad y la necesidad o no de armonización en materia de OPAs fue tratado de forma muy clara por HOPT (2002). Frente a visiones como la de la Universidad de Yale, que consideran que la competencia entre legisladores de Derecho Mercantil (entre diferentes Estados, entre diferentes estados de un Estado federal o entre Estados miembros de la Unión Europea) puede provocar una competencia que acabe siendo beneficiosa para el mercado, HOPT considera, en línea con las tesis mantenidas por investigadores de la Universidad de Harvard, que la armonización es necesaria cuando los diferentes reguladores usan la regulación para crear o mantener barreras que restrinjan el acceso al mercado.

[223] Con anterioridad, en 1993, se había intentado salvar la propuesta mediante algunos cambios que se plasmaron en una nueva redacción. Sin embargo, dicha redacción tampoco recibió los apoyo necesarios en el Consejo.

[224] DOCE C162, 6 junio 1996.

- Principio de igualdad de trato a todos los accionistas, respondiendo a la necesidad de otorgar protección a los accionistas minoritarios;

- Los destinatarios de una oferta deben disponer de tiempo de información suficiente para poder adoptar una decisión;

- El órgano de administración de la sociedad afectada debe obrar en interés de la sociedad en su conjunto y particularmente en interés de los accionistas;

- La sociedad afectada no debe ver sus actividades obstaculizadas por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta durante más tiempo de lo razonable.

La propuesta inicial fue ampliamente revisada por las enmiendas del Comité Económico y Social[225], del Parlamento Europeo y de la propia Comisión[226]. Los principales motivos de discrepancia eran la limitación a los consejos de administración de las empresas objeto de una OPA para adoptar medidas defensivas; el fortalecimiento de los derechos de los trabajadores a ser informados sobre las intenciones de la empresa que lanza una OPA en materia de empleo; y la definición de precio equitativo ("*equitable price*"). Las divergencias entre el Parlamento y la Comisión fueron abordadas convocando el Comité de Conciliación[227]. A pesar de ello en julio de 2001 el pleno del Parlamento Europeo

[225] DOCE C295, 7 octubre 1996.

[226] Es importante subrayar que hubo una segunda ronda de enmiendas del Parlamento Europeo en segunda lectura a la posición común que había adoptado previamente el Consejo y que dichas enmiendas no fueron en su mayoría aceptadas, si bien se llegó a un acuerdo en el Comité de Conciliación al permitirse que el tema de las medidas defensivas fuese transpuesto en los Estados miembros de forma gradual y garantizar a los trabajadores información con antelación suficiente sobre el impacto previsible sobre los puestos de empleo en el caso de una OPA.

[227] Para un análisis detallado de la propuesta ver ZURITA, J. (1996). "Propuesta de Decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de Derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*63), pp. 695-705. Para un análisis de la misma con un especial enfoque en la influencia que en la misma tuvo el *City Code* británico ver ALONSO UREBA, A. y PALÁ LAGUNA, R. (2002). "La posición común de la Unión Europea en materia de OPAs (hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 2471-2598). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

lo rechazó por empate de votos favorables y contrarios, debido en gran parte a la polémica generada a lo largo de toda su tramitación.

Como ya hemos mencionado, uno de los principales elementos de conflicto era las medidas defensivas que el Consejo de Administración de la empresa objeto de la oferta podían adoptar. La propuesta exigía que fuese necesaria la autorización previa de los accionistas para que los gestores de las compañías pudiesen adoptar medidas defensivas, situación que provocaba grandes recelos. Si bien el Parlamento Europeo había propuesto que las legislaciones nacionales permitiesen un cierto margen de maniobra, esto no había sido aceptado por la Comisión Europea. Las quejas sobre el punto también se centraron en gran medida por la falta de reciprocidad en el caso de otros países extracomunitarios[228], lo que podía permitir la entrada en el capital de grandes empresas europeas de accionistas o empresas de otros países (fundamentalmente Estados Unidos) en los que accionistas o empresas europeas no tenían garantía alguna de poder entrar en las mismas condiciones. A esto había que añadir la insuficiente protección que se ofrecía, a ojos del Parlamento europeo, a los trabajadores de las empresas involucradas en una OPA[229].

Y al igual que en la Primera Propuesta, es importante señalar el importante papel que una OPA intracomunitaria jugó en el proceso legislativo. En 1999 la empresa de telecomunicaciones británica *Vodafone* compraba la alemana *Mannesmann* en una batalla que contó con la intervención de los primeros ministros de ambos países, Tony Blair y Gerhard Schroeder. Adicionalmente, fue especialmente relevante la reunión que en abril de 2001 mantuvieron

[228] BECHT, M. (2003). "*Reciprocity in Takeovers*". European Corporate Governance Institute. Bruselas: Law Working Paper nº14.

[229] Como bien expresa GARCÍA DE ENTERRÍA (2008), en la gestación de la Directiva europea y más especialmente en lo que a la "*passivity rule*" se refiere se produjo un conflicto en torno a dos visiones del mercado de control empresarial, la visión anglosajona caracterizada por un modelo de mercado capitalista, con accionistas dispersos, en el que la OPA juega una función de ajuste económico y forma de presión para un mejor desempeño de los administradores, frente al modelo continental en el que la nacionalidad de las empresas y de su grupo de control –así como en casos como el alemán, los intereses de los trabajadores- es un factor clave que hizo recelar, en cuanto a la Directiva europea, de posibles operaciones transfronterizas que acabasen por erosionar el factor nacional en el tejido empresarial nacional.

representantes de *Volkswagen*, *BASF* y otras grandes empresas alemanas con el canciller Schroeder y que marcó un punto de inflexión en la postura alemana con respecto a la propuesta, hasta el punto de que dos días después cambió su posición oficial. La adquisición de *Mannesmann* se había facilitado por la Ley germana de Control y Transparencia (KonTraG), que prohibía la mayoría de las medidas defensivas previas a una OPA (en el caso de *Mannesmann* los derechos de voto estaban limitados al 5%). Ante la imposibilidad, por la normativa anteriormente citada, de mantener el límite a los derechos de voto, la empresa alemana fue fácilmente adquirida por *Vodafone*. Fue esta situación la que hizo reaccionar a la clase empresarial germana y convencer a su gobierno de que eran necesarias medidas defensivas en el caso de OPAs.

No parece casualidad por tanto que en el rechazo de esta Segunda Propuesta jugasen un papel fundamental los eurodiputados alemanes ni que el principal tema de fricción fuese el de las medidas defensivas y el de la reciprocidad. Es importante señalar que, tras los sucesos anteriormente mencionados, una nueva regulación sobre las OPA entró en vigor en Alemania en enero del año 2002, concediendo un amplio margen de maniobra a los consejos de las empresas cotizadas para adoptar medidas defensivas.

2.4.1.3.- Tercera Propuesta de Directiva

La génesis de la tercera Propuesta del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición (nótese que desaparece en su nombre la mención al Derecho de sociedades) está en el mismo momento en el que finalizó la votación que acababa con la propuesta anterior. Ante las importantes polémicas surgidas en la tramitación de la Segunda Propuesta se decidió nombrar un grupo de expertos en septiembre de 2001 liderado por Jaap Winter, a la sazón director de la asesoría jurídica de Unilever, y que contaba con otros seis expertos entre los que se encontraba el español José María Garrido García. El informe de

dichos expertos, denominado Informe Winter[230] se centró en tres temas: (1) la adopción de unas reglas de juego uniformes ("*Takeover bids: the need for a level playing field*"); (2) el precio equitativo ("*The equitable price to be offered in mandatory bids*"); (3) y el derecho de exclusión de minoritarios ("*The squeeze-out and sell-out rights after a takeover bid*").

Las recomendaciones del Informe Winter, se basaron en dos principios: que la decisión final en caso de OPA debía corresponder a los accionistas y la proporcionalidad necesaria entre capital con riesgo asociado y control[231]. Las conclusiones del informe, en palabras de BENEYTO y PUENTE (2005), pueden resumirse en:

- «Los órganos de administración no pueden adoptar medidas anti-OPA sin la autorización de los accionistas una vez que se haya lanzado una OPA.

- En el caso de una OPA, sólo deben poder votar accionistas que sean titulares de acciones a través de las cuales asumen el riesgo de la sociedad ("*risk bearing shares*").

- Se deben introducir mecanismos que permitan determinar la inaplicabilidad de las medidas anti-OPA en el caso de que la OPA se culmine ("*break-through rule*"), siendo el umbral máximo para su ejercicio un porcentaje de capital ("*risk-bearing*") no superior a un 75%. Para garantizar la virtualidad de esta regla, se debe

[230] El nombre oficial en inglés era "Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids".

[231] Un tema fundamental en la regulación de OPAs es su incardinación dentro de la necesidad de promover una auténtica restructuración de la industria europea para aumentar su competitividad., tal y como se planteaba en la Cumbre de Lisboa. En este sentido el Informe Winter consideraba que el principal problema para mejorar la competitividad a través de un mercado de control eficiente eran las complejas estructuras de propiedad y control in la mayoría de los países miembros así como la asimetría en la regulación de OPAs. Para ver las implicaciones económicas de la regulación de OPAs a nivel europeo consultar BERGLOF, E. y BURKART, M. (2003 Abril). "European takeover regulation". *Economic Policy* , pp. 171-213; o FERRELL, A. (2003). "*Why Continental European Takeover Law Matters*". Harvard Law School. Harvard: Discussion Paper nº 454.

garantizar al nuevo accionista la posibilidad de convocar inmediatamente después de la OPA una Junta General de Accionistas[232].

- En el caso de que en una sociedad existan acciones ("*risk-bearing*") cuya transmisión esté limitada o esté fuera del alcance normal del mercado por no estar cotizadas o por estar documentadas en certificados de depósito, la "*break-through rule*" debe aplicarse de forma que se permita a la entidad oferente tener acceso en el marco de la OPA a esas acciones.

- En el caso de una oferta obligatoria el precio equitativo será igual al precio máximo abonado por el oferente durante un plazo previo de entre 6 y 12 meses. Se permite que los Estados miembros introduzcan mecanismos que flexibilicen este criterio en determinados casos.

- La oferta de adquisición obligatoria se debe realizar en un plazo máximo de 30 días desde que se haya adquirido el control de la sociedad.

- Se debe prever la existencia con posterioridad a una oferta de un derecho de exclusión de accionistas minoritarios por parte del mayoritario así como de un derecho de los accionistas minoritarios de vender sus acciones al mayoritario. El umbral de acciones que debe reunir el accionista mayoritario se deja a la discreción de los Estados miembros entre un margen de un 90% y un 95%. El precio de ejercicio de ambos derechos así como la naturaleza de la

[232] Muchas han sido las críticas que esta norma ha recibido debido a su potencial impacto negativo sobre el mercado de control. Sirvan como ejemplo de estas críticas MCCAHERY, J. y RENNEBOOG, L. (2003). "*The Economics of Takeover Regulation in the EU*" (Vol. 32). Bruselas: CEPS Research Report in Finance and Banking; o KHACHATURYAN, A. (2007). "The One-Share-One-Vote Controversy in the EU". *European Business Organization Law Review* (8), pp. 335-367.

contraprestación deberá tomar como referencia el precio ofertado en la oferta pública de adquisición».

Un tema importante que había sido objeto de polémica en la propuesta anterior y que fue abordado por el Informe Winter era el de la reciprocidad entre Europa y Estados Unidos. La conclusión era que en Estados Unidos, si bien la regulación al respecto, al ser a nivel estatal y no federal, era diversa y en algunos casos permitía la adopción de medidas defensivas bajo la denominada "*business judgement rule*", en general no era así, al exigir los tribunales pruebas de que cualquier medida defensiva era favorable a los accionistas. A pesar de ello, en su recomendación I.12 proponía que se debería considerar la posibilidad de que los Estados miembros limitasen algunas de las medidas propuestas por el propio informe sólo a otras compañías europeas.

Con base en el Informe Winter y en la segunda Propuesta, en octubre de 2002[233] se presentó la nueva propuesta, muy similar a la anterior posición común si bien trataba de dar respuesta a las críticas del Parlamento Europeo que habían acabado por bloquear la anterior tentativa.

Así la propuesta introdujo nuevas normas sobre información y consultas con los empleados; se introdujeron la regla de "*break-through*" y los derechos de "*squeeze-out*" y "*selling-right*", recomendados por el Informe Winter; se mantuvo el principio de que cualquier medida defensiva debería estar respaldada por la Junta de accionistas y, en cualquier caso, toda compañía cotizada debía hacer públicas sus estructuras de control y mecanismos de defensa, debiendo ser aprobados por los accionistas cada dos años; y se introdujo una nueva definición del precio equitativo.

[233] Su publicación se retrasó de julio a octubre debido a las presiones alemanas ya que había elecciones en septiembre.

Sin embargo muchas fueron las críticas y las modificaciones a lo largo de la tramitación de la misma hasta su definitiva aprobación por el Parlamento Europeo en diciembre de 2003 por 321 votos a favor frente a 219 en contra y 9 abstenciones[234].

En este sentido es importante mencionar que la propuesta final recibió interesantes críticas como la de la Comisión de Industria, Comercio Exterior, Investigación y Energía del Parlamento Europeo, que consideraba que frente al Informe Winter, que en la ya mencionada recomendación I.12 sugería que la aplicación de la Directiva debía limitarse a empresas europeas, la Directiva debería aceptar el principio de reciprocidad. Si bien el texto definitivo aceptó la reciprocidad, esta se refería exclusivamente a las medidas defensivas previstas en las compañías afectadas más que a las propias regulaciones nacionales.

Sin embargo, lo que marcó un punto de inflexión importante fue, bajo la presidencia italiana, la introducción de un nuevo artículo 12 que venía a suavizar en gran medida tanto la limitación de medidas defensivas como a la regla del "*break-through*" (artículos 9 y 11, respectivamente)[235]. El nuevo artículo 12 venía a permitir que los Estados miembros no exigiesen a las empresas los artículos 9 y 11. El resultado final, que veremos más adelante ha sido ampliamente criticado[236]

---

[234] Como mencionan BENEYTO y PUENTE (2005) «los más críticos con el texto actual fueron los grupos de izquierda, que no estaban satisfechos con los derechos de información y consulta previstos en la Directiva para los empleados en caso de OPA».

[235] Dicha solución de compromiso es denominada por parte de la doctrina como la «solución portuguesa».

[236] Algunos autores incluso dudan sobre hasta qué punto la Directiva logra armonizar los elementos más importantes de la regulación de las OPAs al quedar al arbitrio de los diferentes estados miembros regular estos aspectos. Ver en VENTORUZZO, M. (2007). "*The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and US Takeover Regulation: Different Regulatory Means, Not so Different Political and Economical Ends*". Bocconi University, Institute of Comparative Law. Research Paper 06-07; o en SJAFJELL, B. "The Golden Mean or a Dead End? - The Takeover Directive in a Shareholder versus Stakeholder Perspective". En STEEF B. (Edit.), "*European company law in acccelerated progress*" (pp. 107-144). Kluwer Law International. Entre la doctrina española cabe destacar la visión negativa de SÁNCHEZ-CALERO, J. (2006). "*La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas*". Universidad Complutense de Madrid, Departamento de Derecho Mercantil. Madrid: Documentos de trabajo nº3.

Por el lado positivo cabría mencionar a NILSEN, que considera que la Directiva «is a good solution wich enables Member States with different types of market economies to preserve their unique comparative advantages, promoting a more competitive Europe as a whole» en NILSEN, A. (2004). "The EU Takeover Directive and the Competitiveness of European Industry". Oxford Council on Good Governance. Oxford: OCGG Economy Analysis.

incluso por uno de sus principales promotores, el Comisario responsable de la misma FRITS BOLKENSTEIN, que consideró que la Directiva era un fracaso[237]. En la doctrina española, SÁNCHEZ-CALERO (2006), considera que «lejos de haber contribuido a una conciliación y a la existencia de un equilibrio en los aspectos fundamentales de la reglamentación de estas operaciones y de sus presupuestos societarios, el resultado de la Directiva es exactamente el opuesto. La existencia de unas reglas comunes para todos no sólo no se ha logrado, sino que en materia de medidas defensivas se ha consagrado la desigualdad».

2.4.2.- La Directiva europea

Una vez vista la difícil génesis de la Directiva y sus limitaciones, es interesante analizar sus principales características, una vez que su influencia en la regulación española va a ser notable tras su transposición.

La Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, fue publicada en el Diario Oficial de la Unión Europea el 30 de abril del mismo año.

2.4.2.1.- Directiva de mínimos

Debido a las propias negociaciones que permitieron finalmente la aprobación de la Directiva, el primer punto que cabe mencionar de la misma es que es una «Directiva de mínimos», es decir, establece las materias que deben ser reguladas pero sin indicación alguna respecto al modo y alcance con que deben

[237] La frase original del comisario BOLKESTEIN era «The Takeovers Directive is a failure, a step backwards in terms of economic reform. It is no secret that I would have preferred a much more ambitious Directive. Instead, we are faced with the result of political arbitrage – a half-hearted compromise that does little to promote a level playing field». [BOLKESTEIN, F. (2005). "The Capital Markets Directives". European Company Law , 2 (1), pp. 4-8].

ser reguladas, salvo en contadas materias. Es decir, los Estados miembros disfrutan de un amplio margen de maniobra a la hora de concretar y desarrollar el modelo de OPA.

El artículo 3 de la propia Directiva 2004/25/CE establece seis principios generales, deudores de los mencionados en el artículo 5 de la Segunda Propuesta de Directiva, y que deben entenderse, según SÁNCHEZ-CALERO (2009)[238] como «un presupuesto importante con relación a la tarea armonizadora del régimen de los Estados miembros en su labor de transposición de los términos de la Directiva» y «se han de tener presentes para su interpretación». Pero es el propio artículo 3.2 el que muestra que es una Directiva de mínimos al establecer que los Estados miembros «podrán establecer condiciones complementarias y disposiciones más estrictas que las previstas en la presente Directiva con vistas a reglamentar las ofertas».

Los principios enumerados en el artículo 3.1 son los siguientes:

a) todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente; en particular, cuando una persona adquiera el control de una sociedad, deberá protegerse a los demás titulares de valores;

b) los titulares de valores de una sociedad afectada deberán disponer de tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa; a la hora de asesorar a los titulares de valores, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada presentará un dictamen relativo a las repercusiones de la aplicación de la oferta

[238] SÁNCHEZ CALERO, F. (2009) "Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)". Civitas.

en el empleo, las condiciones de trabajo y la localización de los centros de actividad de la sociedad;

c) el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta;

d) no deberán crearse falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta de forma tales que el alza o baja de las cotizaciones de los valores se torne artificial y se falsee el normal funcionamiento de los mercados;

e) un oferente únicamente deberá anunciar una oferta una vez se asegure de que pueda hacer frente íntegramente, en su caso, a cualquier oferta de contraprestación en efectivo y previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de contraprestación;

f) la sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta.

Siguiendo a GUERRA MARTÍN (2004b)[239], cabe distinguir tres tipos de materias dentro de la Directiva 2004/25/CE:

a) Materias cuya regulación es de obligada transposición pero permitiéndose regulaciones más estrictas que la prevista en la

[239] GUERRA MARTÍN, G. (2004b). "Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (OPAs)". *Revista de Derecho de Sociedades* (23), pp. 341-353.

propia Directiva (OPA obligatoria, total y *a posteriori*, actuación concertada, autoridades competentes, criterios del precio equitativo, contraprestación ofrecida, información a trabajadores y al mercado, "*squeeze-out*" y "*selling-right*").

b) Materias respecto a las cuales los Estados miembros tienen libertad para abordarlas o no, pudiendo separarse de la normativa comunitaria si finalmente deciden regularlas (modificación por el supervisor del precio ofrecido, concesión de excepciones al plazo de aceptación, "*passivity*" o "*neutrality rule*", "*break-through rule*" o neutralización de medidas anti-OPA y reciprocidad en cuanto a la "*passivity rule*" y a la "*break-through rule*").

c) Materias que la Directiva exige que sean reguladas, pero sin proponer un modelo indicativo (caducidad y modificación de la oferta, OPAs competidoras, publicación del resultado, irrevocabilidad de la oferta y condiciones permitidas).

Un tema interesante, si bien escapa al objeto de este trabajo al no haber afectado de forma esencial al sector eléctrico español, es el de la ley aplicable en los casos de sociedades que cotizan en mercados extranjeros o que cotizan a la vez en varios mercados, situaciones que se han venido multiplicando al calor de la globalización financiera. La Directiva 2004/25/CE trata ese tema en su artículo 4, y un análisis sistemático de la problemática que puede darse aparece en GARCIMARTÍN (2005)[240]

[240] GARCIMARTÍN, F. (2005). "Ofertas públicas de adquisición de acciones: problemas de la ley aplicable". *Revista de Derecho de Sociedades* (25), pp. 109-131.

2.4.2.2.- OPA obligatoria y total. Precio equitativo

El artículo 5 de la Directiva 2004/25/CE establece como principal mecanismo de defensa de los accionistas minoritarios la obligación de lanzar una OPA sobre todas las acciones o valores de una sociedad siempre que se obtenga el control sobre una empresa cotizada. Y deberá ser a un precio equitativo. Este sistema vendría a alterar significativamente el modelo de regulación vigente en España desde los años ochenta, basado en un modelo de OPA obligatoria *a priori* y parcial. Si bien ya con anterioridad, con la reforma del año 2003, se había pasado en determinados casos de un modelo de OPA obligatoria parcial a un modelo de OPA obligatoria total, no fue hasta la implementación de la Directiva europea que España adoptó un modelo de OPA obligatoria *a posteriori* y total.

Es interesante analizar la evolución que el concepto de precio equitativo tuvo en la génesis de la Directiva europea[241]. Si bien el concepto, por influencia del *City Code* británico, aparece ya en los años setenta en la primera propuesta de Pennington, las propuestas posteriores (hasta el año 90) obviaron esta cuestión y no fijaron un precio mínimo. Ya en 1996 se establece un precio que protegiese a los accionistas minoritarios y en el año 2000 se emplea el término de precio equitativo, pero carente de cualquier definición. Ante la necesidad de proteger al accionista minoritario se decidió finalmente que éste era un tema clave que debía quedar definido en la Directiva, aunque ante la disparidad de opciones que el Derecho Comparado manejaba para este término, el Informe Winter y, finalmente, la Directiva optaron por un modelo que permitiese armonizar la necesidad de tener una cierta predictibilidad sobre qué es en cada momento un precio equitativo

[241] Ver en este sentido el trabajo de FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2010a). "El precio equitativo en una OPA (I): consideraciones generales". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 245-278). Valencia: Tirant lo blanch; y FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2010b). "El precio equitativo en una OPA (II): La regulación en el RDOPAS". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 279-298). Valencia: Tirant lo blanch-, al que hemos seguido en este punto, basado a su vez en los trabajos de SKOG, R. (2002). "The Takeover Directive - an endless saga?". *European Business Law Reivew , 13* (4), pp. 301-312; SEPE, S. (2006). "*Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid is Inefficient*". University of Siena, Faculty of Economics, Siena; y LAMBRECHT, P. (2002). "The 13th Directive on Takeover Bids – Formation and Principles". En VARIOS, "*Capital Markets in the Age of the Euro*" (pp. 441-465). La Haya: Kluwer Law International.

con un cierto margen de maniobra para los organismos supervisores de cada Estado miembro. Sobre esta solución considera FERNÁNDEZ DEL POZO (2010) que «la Directiva en este punto ha alcanzado un resultado formalmente armonizador que contrasta con el generoso margen de libertad regulatoria dejada a los Estados en otros aspectos capitales».

En este sentido, la Directiva considera como precio equitativo en su artículo 5.4 al «más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que establecerán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el apartado 1. Si el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo compran valores a un precio superior al de la oferta después de que ésta se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar como mínimo el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esta forma».

Este modelo de fijación de precio es muy favorable para los accionistas minoritarios[242]. Sin embargo, el párrafo segundo del mismo artículo, amplía el abanico de posibilidades de los Estados miembros al establecer que «siempre y cuando se respeten los principios generales a que se refiere el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio contemplado en el primer párrafo en circunstancias y según criterios claramente determinados. A tal fin, los Estados miembros podrán elaborar una lista de circunstancias en las que el precio podrá modificarse al alza o a la baja […]. Los Estados miembros podrán también definir los criterios que

[242] Si bien algunos autores, como VENTORUZZO (2007) considera que este modelo de fijación puede ser negativo para el accionista de control, parece que en la fijación del precio de una OPA los accionistas minoritarios son los que tienen que tener el mayor grado de protección.

deberán utilizarse en estos casos […]». En cualquier caso, «toda decisión de las autoridades de modificar el precio equitativo deberá ser motivada y pública»[243].

Un tema relevante a la hora de abordar el precio equitativo y que trataremos más adelante, al abordar la normativa española, es el de aquellos casos en los que el control es adquirido sin mediar una compraventa de acciones de la propia sociedad en un periodo temporal razonablemente amplio, como los casos de concierto entre dos o más accionistas de una sociedad que les lleva, de forma conjunta a adquirir el control; o algunos de los casos de las denominadas OPAs sobrevenidas que analizaremos en los capítulos siguientes.

2.4.2.3.- Passivity o neutrality rule[244]

Como ya hemos visto, frente al modelo norteamericano en el que los gestores tienen un amplio margen de maniobra a la hora de adoptar medidas defensivas dentro del "*business judgement rule*", siempre que fuesen en defensa de los intereses de los accionistas –con las dificultades para contrastar esta finalidad– y sobre la base de que empíricamente las medidas defensivas daban lugar a primas más altas para los accionistas, la normativa tradicional europea desde el *City Code* británico estaba más orientada a impedir la adopción de tales medidas, en la consideración de que en última instancia los administradores han de defender exclusivamente el interés de los accionistas[245].

---

[243] Aunque VENTORUZZO (2007) considera que los Estados están desincentivados a rebajar las exigencias del precio equitativo, ya que es una forma de defender a las empresas nacionales, no parece que este incentivo exista en el caso de ofertas entre empresas del mismo país. Y no es posible olvidar que en países como España, la mayoría de las OPAs a lo largo de la historia han sido entre empresas españolas, siendo en su gran mayoría en este tipo de operaciones nacionales en las que se han producido casos flagrantes de desprotección al accionista minoritario.

[244] Sobre el uso de los términos deber de pasividad o de abstención ("*passivity rule*"), o deber de neutralidad ("*neutrality rule*") ver GARRIDO GARCÍA, J. M. (2010). "El deber de neutralidad". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 493-512). Valencia: Tirant lo blanch. A pesar de lo generalizado del término pasividad, el autor defiende el uso del término neutralidad por su mayor precisión y el sesgo de la palabra pasividad. La norma no quiere que los administradores «queden paralizados sino evitar que actúen al margen de los intereses de sus propios accionistas».

[245] Ver GILSON, J. (1981). "A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers". *Stanford Law Review , 33* (5), pp. 819-891. Un interesante análisis entre la doctrina española puede encontrarse en FERNÁNDEZ TORRES, I. (2008). "Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con

Éste fue sin duda alguna uno de los temas más polémicos de toda la tramitación de la Directiva[246] y sin duda la polémica afectó en gran medida a su redacción definitiva, en especial a la discrecionalidad de los Estados miembros a la hora de rebajar las exigencias de la normativa.

La redacción final del artículo 9.2, siguiendo el *City Code*, establece que «el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada estará obligado a obtener la autorización previa de la Junta General de Accionistas a tal efecto antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y, en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada»[247].

Sin embargo, como ya hemos visto y a raíz de las negociaciones entre los diferentes Estados miembros durante la tramitación de la Directiva, se introdujo un nuevo artículo 12 que establecía en su apartado 1 que «los Estados miembros podrán reservarse el derecho de no requerir a las sociedades contempladas en el apartado 1 del artículo 1 que tengan el domicilio social en su territorio que apliquen los artículos 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11[248]».

---

las medidas defensivas". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*110), pp. 7-47; y en ARRUÑADA, B. (1992). "Crítica a la regulación de OPAs". *Revista de Derecho Mercantil* (203-204), pp. 29-67.

[246] Puede consultarse al respecto de la evolución de la "*passivity rule*" en la redacción de la Directiva europea en SÁNCHEZ CALERO, F. (2009). "*Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*". Madrid: Civitas y en GARRIDO GARCÍA, J. M. (2010). "El deber de neutralidad". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 493-512). Valencia: Tirant lo blanch.

[247] Es interesante la crítica referida por FERNÁNDEZ TORRES, I. (2009). "El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 503-544). Barcelona: Bosch, que se refiere al hecho no ya de que las medidas del artículo 9 de la Directiva sean opcionales para los Estados miembros, sino que no se hubiesen prohibido dichas prácticas en cualquier caso con el objeto de crear un "*playing level field*". A juicio de la autora, el mero hecho de que las medidas defensivas sean posibles, aunque sea a instancia de la Junta General de Accionistas, es un fracaso. La justificación para esta visión se basa fundamentalmente en el control que *de facto* ejercen los administradores sobre la propia Junta General de Accionistas.

[248] Es interesante añadir, sin embargo, como el propio artículo 11.2 establece que «cuando los estados miembros hagan uso de la opción referida en el apartado 1, habrán de dar en cualquier caso a las sociedades que tengan el domicilio social en su territorio la opción reversible de aplicar los apartados 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11».

A pesar de ciertas visiones optimistas que creen ver que la solución de compromiso adoptada en la Directiva puede desembocar en un proceso virtuoso en la que Estados y gestores compitan, para evitar que sus empresas se vean perjudicadas a la hora de actuar en otros mercados europeos, destacamos la visión pesimista de GARCÍA DE ENTERRÍA (2008) que considera que lejos de dicha visión optimista, la Directiva «parece más bien haber otorgado carta de naturaleza y legitimidad jurídica a la decisión de los Estados de apartarse de la regla de pasividad o, en su caso, de cercenar el alcance de ésta sobre la base de un peregrino principio de reciprocidad». El propio informe de la Comisión Europea sobre la aplicación de la Directiva, que analizaremos en próximos capítulos parece dar la razón a dicha visión pesimista, a pesar de la valoración optimista de los datos que hace la propia Comisión.

2.4.2.4.- Full-disclosure rule

También prevista en el Informe Winter, esta norma se introdujo en el artículo 10 de la Directiva 2004/25/CE e impone que las sociedades cotizadas en sus informes de gestión anuales indiquen todas aquellas situaciones o circunstancias que pudieran ser relevantes para un tercero que quisiese lanzar una OPA.

Esta norma tiene dos funciones, una explícita, que es permitir que cualquier oferente sepa de antemano las dificultades que va a poder encontrarse al lanzar una oferta por una sociedad cotizada; y una segunda, tácita, de disuadir a los gestores de empresas cotizadas de adoptar medidas que impidan, de forma razonable, lanzar OPAs por una sociedad contra el criterio de los accionistas. El hecho de que estas potenciales medidas ("*poison pills*", en su notación anglosajona) sean conocidas por el mercado sin necesidad de que haya una OPA encima de la mesa pueden ser mal recibidas por los mercados, penalizando a dicha

empresa y teniendo un efecto negativo sobre la cotización de sus acciones y, por ende, de la valoración del equipo gestor por sus propios accionistas.

2.4.2.5.- Neutralización o break-through

Ésta es sin duda una de las mayores aportaciones del Informe Winter a la Directiva 2004/25/CE[249]. Viene a ser la plasmación del principio una acción, un voto, y aparece en el artículo 11. La idea de esta norma viene a ser la limitación de medidas defensivas previas al lanzamiento de la OPA y que, por ello no requieren ser activadas por el equipo directivo y no recaen por ello dentro de la "*passivity rule*": existencia de acciones con derechos de voto especiales, acuerdos entre accionistas que impiden la libre transmisión de las acciones, requerimientos de mayorías cualificadas para determinadas actuaciones, etc. Básicamente, serían lo que se ha denominado generalmente como "*poison pills*"[250].

La norma tenía como objetivo no sólo limitar la capacidad de gestores y accionistas que pudiesen controlar la empresa con posiciones minoritarias de reforzar su posición frente a posibles ofertas, sino también, y así lo explicitó el propio Informe Winter, conseguir neutralizar las diferencias nacionales con respecto a este tipo de "*poison pills*" y lograr así unas reglas de juego uniformes ("*level playing field*").

Tres elementos más son importantes con respecto a esta norma. En primer lugar, su doble ámbito de aplicación. Así, en un primer momento, durante el plazo de aceptación de la oferta, «no podrá aplicarse al oferente ninguna de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los estatutos de la

[249] Si bien normas similares ya existían en algunas legislaciones como, por ejemplo, la italiana, para algunos casos concretos.

[250] El Informe Winter recogía una clasificación de las medidas defensivas de la que se hace eco SÁNCHEZ CALERO (2009): 1.- barreras a la adquisición de acciones de la sociedad; 2.- barreras al ejercicio del control en la Junta General; 3.- barreras en el ejercicio del control en el consejo de administración; 4.- barreras para el ejercicio del control sobre los activos de la sociedad; 5.- creación de problemas de regulación.

sociedad afectada»[251], ni «prevista en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores en esta sociedad o en acuerdos contractuales entre titulares de valores de la sociedad celebrados tras la adopción de la presente Directiva». A ello hay que añadir, que las restricciones de voto previstas en los estatutos, en acuerdos contractuales entre la sociedad y accionistas o en acuerdos contractuales entre accionistas celebrados tras la adopción de la presente Directiva «no surtirán efecto en la Junta General de Accionistas que decida sobre posibles medidas de defensa […]». Y por último, en esta misma Junta, los derechos de voto múltiple conferirán un solo voto.

Tras una oferta, si el oferente logra un 75% o más del capital, las restricciones a la transmisibilidad o al derecho de voto antes mencionados, así como otros derechos extraordinarios de los accionistas dejarán de surtir efecto, pudiendo el oferente convocar una Junta General de Accionistas en breve plazo.

En segundo lugar, que los Estados miembros establecerán una «compensación equitativa» cualquier pérdida sufrida por los titulares de los derechos. Si bien no se establece ningún criterio para establecer esta compensación equitativa.

Y en tercer lugar, que, siendo una de las normas, junto con la neutralidad del consejo, su tramitación llevó a que:

- no se aplique en el caso de participaciones de un Estado miembro que confieran derechos especiales (siempre que sean compatibles con el Tratado) ni a los derechos especiales contemplados en la

[251] Recuerdan acertadamente en este sentido BENEYTO y PUENTE (2005) cómo en España está prohibida la admisión a cotización de acciones sometidas a restricciones estatutarias, de acuerdo con el artículo 27 del Reglamento de Bolsas y el artículo 56 del Reglamento de Bolsines.

legislación nacional que sean compatibles con el Tratado ni a las sociedades cooperativas;

- acabase siendo, al igual que la "*passivity rule*", un artículo de aplicación opcional para los Estados miembros con base en el artículo 11. Es decir, un principio que según SÁNCHEZ-CALERO (2006) estaba llamado a ser «uno de los pilares de la reforma europea», queda con esta opcionalidad completamente descafeinado[252].

2.4.2.6.- Squeeze-out y selling righ

Ya hemos visto como también por sugestión del Informe Winter[253], la Directiva 2004/25/CE introdujo dos derechos que venían a ser complementarios.

El artículo 15.2 establece que «tras una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores», «los Estados miembros velarán por que un oferente pueda exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio justo». Este derecho[254] solo existirá:

---

[252] Si bien el artículo 12.2 de la Directiva permite, en los países done no se imponga la aplicación de las medidas de neutralización, que ofrezcan a las sociedades domiciliadas en dicho Estado miembro la opción de poder aplicarlas voluntariamente si así lo decide la Junta General de Accionistas.

[253] Con respecto al proyecto de Directiva es interesante ver BURKART, M. y PANUNZI, F. (2003). "*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*",. European Corporate Governance Institute. Bruselas: Law Working Paper 10/2003.

[254] La justificación de este derecho sería básicamente triple. En palabras de RONCERO (2010) «suprimir la carga financiera y temporal asociada a la existencia de una minoría muy reducida en los casos en los que económicamente se considera que la misma no está justificada, eliminar el riesgo de un ejercicio abusivo por los socios minoritarios de su derecho de impugnación de los acuerdos sociales y facilitar la dirección, organización y coordinación interna de los grupos de sociedades». Sin embargo no son menos relevantes las críticas a dicho derecho en cuanto que choca con el derecho a la propiedad consagrado en la Constitución. Es interesante ver, en el mismo autor, el análisis sobre la posibilidad, que se da en países como Alemania o Reino Unido, de extender esta posibilidad a sociedades no cotizadas. [RONCERO, A. (2010). "La compra y venta forzosa de acciones (sell-out, squeeze-out). En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 671-710). Valencia: Tirant lo blanch].

a) cuando el oferente posea valores que representen al menos el 90% del capital que confiere derechos de voto y el 90% de los derechos de voto de la sociedad afectada; o

b) cuando haya adquirido o se haya comprometido en firme a adquirir, en virtud de la aceptación de su oferta, valores que representen al menos el 90% del capital social de la sociedad afectada que confiera derechos de voto y el 90% de los derechos de voto incluidos en la oferta255.

A su vez, el artículo 16.2 establece que «los Estados miembros velarán por que los titulares de valores que no hayan aceptado la oferta puedan exigir del oferente la compra de sus valores a un precio justo en las mismas condiciones que las contempladas en el apartado 2 del artículo 15». El propio artículo, en su apartado 3 establece que se aplicarán, *mutatis mutandi*, las disposiciones aplicables al caso de "*squeeze-out*" o venta forzosa.

2.4.2.7.- Reciprocidad

Junto con los temas ya tratados de "*passivity rule*" y medidas neutralización, es importante subrayar un aspecto relevante en la Directiva como es la norma de reciprocidad, norma que surge como consecuencia de la reticencia de muchos Estados miembros a un modelo de Directiva que permitiese a empresas extra-comunitarias comprar empresas europeas mientras que para éstas últimas fuese complicado comprar empresas en el ámbito extra-comunitario. Fruto de esas reticencias fue la redacción del artículo 12.3 de la Directiva que permite eximir a las sociedades europeas de la "*passivity rule*" y de la "*breakthrough*" si la oferta en cuestión sobre ellas proviene de una sociedad que no aplica las mismas normas. Para que esta reciprocidad sea aplicable es necesario básicamente que el

[255] El umbral del 90% podrá ser elevado por los Estados miembros pero sin ser superior en ningún caso al 95%.

oferente no aplique para sí la mencionadas normas. Como bien considera FERNÁNDEZ TORRES (2008), «se trata en cualquier caso, de una reciprocidad no entre legislaciones nacionales sino entre las disposiciones estatutarias de las concretas sociedades implicadas en una determinada OPA».

2.4.2.8.- Informe de la Comisión Europea sobre la aplicación de la Directiva 2004/25/CE

Tras la elaboración de un primer informe sobre el estado de la transposición de la Directiva 2004/25/CE en el año 2007, la Comisión Europea publicó en junio del año 2012 un nuevo informe al respecto[256], acompañado de un amplio estudio anexo elaborado por la consultora Marccus Partners y el *Centre for European Policy Studies*[257].

Dicho informe considera, de forma algo optimista que la Directiva «ha contribuido a mejoras relacionadas con sus objetivos, como la introducción de normas de coordinación para organismos supervisores en el caso de ofertas transfronterizas, los principios generales de la Directiva, reglas de información, oferta obligatoria y derechos de compra y venta forzosas[258]». Adicionalmente se considera que el régimen creado por la Directiva está funcionando de forma satisfactoria.

Es interesante ver las conclusiones del informe donde se señalan como puntos críticos («*areas where the rules of the Takeover Bids Directive could merit*

---

[256] EUROPEAN COMMISSION (2012). "*Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*". Bruselas: Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions.

[257] MARCCUS PARTNERS & CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES (2012). "*Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*". Bruselas.

[258] Traducción del autor. En el original inglés el texto es «the Takeover Bids Directive has contributed to improvements in relation to its objectives, for instance through the introduction of coordination rules for supervisors in regard to cross border offers, general principles of the directive, disclosure rules, the mandatory bid rule and squeeze-out and sell-out rights».

some clarification in order to improve legal certainty for the parties concerned and the effective exercise of (minority) shareholder rights») los siguientes:

- Clarificación del concepto «concierto», una vez que es un concepto que aparece de forma distinta en diferentes Directivas y ha llevado a interpretaciones divergentes en los diferentes Estados miembros.

- Existe una gran variedad de excepciones a la regla general de OPA obligatoria, lo que hace que la armonización no sea todo lo positiva que sería deseable, y no siempre está claro cómo el principio general de la Directiva de protección de los accionistas minoritarios en situaciones de cambio de control es protegido en estos casos. En cualquier caso, la Comisión Europea tiene por intención a este respecto analizar las diferentes regulaciones nacionales con mayor profundidad de cara a «tomar los pasos necesarios para restaurar la aplicación efectiva de dicho principio general de la Directiva».

- Las tomas de control a través de ofertas voluntarias –y por lo tanto exentas de ser a un precio equitativo– es otro elemento que plantea problemas al ser una opción, en algunos casos, para hacerse con dicho control a bajos precios. En cualquier caso, entienden que las propias regulaciones nacionales ofrecen soluciones como límites adicionales para OPA obligatoria en estos casos –como España[259], Francia, Austria, Grecia, Italia o Polonia– o como un número mínimo de aceptaciones de la oferta voluntaria –donde parece que el caso español es paradigmático–. Otra solución es la adoptada por estados como Alemania, Grecia o Rumanía donde se requiere directamente que la oferta sea a precio equitativo.

[259] En el caso de compras superiores al 5% en un periodo de 12 meses cuando se posee ya una participación de entre el 30% y el 50%, si bien es cierto que estos umbrales tienen fundamentalmente un carácter transitorio relacionado con el cambio de umbrales que hubo en España con la aprobación del Real Decreto 1066/2007.

- Mientras que la transposición de la regla de neutralidad ha sido razonablemente amplia –19 estados miembros, incluyendo España–, la regla sobre neutralización o "*breakthrough rule*" sólo ha sido adoptada por tres estados miembros[260] – Estonia, Lituania y Letonia–.

- Con respecto a la protección de los empleados de las empresas afectadas en procesos de OPA, el informe considera que sus representantes no están satisfechos ni con el nivel de información proporcionado a los mismos ni con la protección de sus derechos

2.5.- La OPA en el sistema normativo español

2.5.1.- La regulación anterior a la Ley del Mercado de Valores y al Real Decreto 1197/1991[261]

Como ya hemos visto, la institución de la OPA tiene sus orígenes históricos en Estados Unidos y en Inglaterra, pasando posteriormente a la Europa continental, incluyendo a España.

En España, el Código de Comercio de 1885[262] establecía un sistema de libertad absoluta en los contratos que tuviesen por objeto valores. Si bien

[260] A pesar de ello el propio informe de la Comisión Europea considera, basándose en respuestas al estudio dadas por los principales involucrados en procesos de OPA en Europa, que ello no ha sido obstáculo para las OPAs ya que hay suficientes mecanismos para acabar con los mecanismos de defensa anti-OPA.

[261] Para un estudio sistemático sobre la formación en España del régimen de las OPAs puede consultarse a SÁNCHEZ CALERO (2009), en el capítulo II de su obra "*Ofertas públicas de adquisición de acciones*".

[262] Real Decreto de 22 de agosto de 1885, por el que se publica el Código de Comercio. Gaceta nº 289, de 16 de octubre de 1885.

posteriormente se impuso, ya en 1936 , la intervención del agente de cambio y bolsa, corredor de comercio, intérprete de buque o notario para la validez de la negociación de valores, el principio de libertad absoluta continuó vigente. Por lo tanto, y hasta final de los años setenta era posible formular OPAs de forma extrabursátil, tal y como mencionan ZURITA (1980) y el "Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores"[263] (también conocido como "Informe Sardá") en 1978. Como bien explica SÁNCHEZ CALERO (2009), «se trataba de operaciones planteadas fuera de Bolsa con relación a sociedades cotizadas que se concretaban en un anuncio realizado por un agente de cada Bolsa donde se cotizaban las acciones en el que manifestaba su disposición de aceptación de la compra de cuantas acciones de la sociedad afectada se ofrecieran en la propia Bolsa con la pretensión de adquirir una posición de control en esa sociedad».

Desde un punto de vista meramente teórico, la necesidad de implantar en el ordenamiento jurídico español dicha institución puede verse ya en SÁNCHEZ CALERO (1971), en RODRÍGUEZ SASTRE (1975) o en ZURITA (1971[264], 1980), e incluso con anterioridad, ya que al poco tiempo de la promulgación del Reglamento de Bolsas (Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio[265]) se dio algún ejemplo de OPA en el mercado español. Ya desde las primeras discusiones es fácil descubrir algunos de los temas claves de la regulación de OPAs como la ligación entre OPA y «control» o la necesidad de armonización dentro del Mercado Común al que España aspiraba a unirse.

En un primer momento, y ante la ausencia de una regulación sobre las mismas, el debate se centró sobre aspectos en los que tanto Estados Unidos como

[263] COMISIÓN PARA EL ESTUDIO DEL MERCADO DE VALORES (1978). "*Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores*". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

[264] ZURITA, J. (1971). "Consideraciones sobre la nueva reglamentación francesa de las ofertas de compra y cambio de acciones". *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues , III*, pp. 509-526.

[265] BOE nº 168, de 15 de julio de 1967.

el Reino Unido y gran parte de los países de nuestro entorno ya habían sido objeto de debate y regulados de forma diversa:

- Hasta qué punto era necesario regularlas o simplemente, bastaba la aplicación por analogía, aplicando el entonces vigente artículo 154 sobre «Procedimiento en las ofertas o demandas excepcionales» del Reglamento de las Bolsas[266], siendo la opinión mayoritaria que era necesario una regulación *ad hoc*, de las OPAs [267].

- Sobre cuál debía ser el lugar de control de las OPAs, defendiendo RODRÍGUEZ SASTRE (1975) que debían ser las propias Bolsas. ZURITA (1980) coincide con esta opinión, si bien, reiterando que el principio general «debe ser el de que toda transacción sobre un valor cotizado en una Bolsa se efectúe en ella, por exigencias de la significación de la cotización oficial y de la liquidez que la misma exige», si bien «pueden admitirse algunas excepciones a dicho principio siempre y cuando quede garantizado el buen funcionamiento de la Bolsa».

- Si debían ser reguladas por disposiciones legislativas o por simples acuerdos de los organismos bursátiles. En este sentido, ZURITA (1980) defiende que una vez que el artículo 74 del Código de Comercio garantiza la libertad de contratación, ni un Decreto, ni por supuesto un Código de Buena Conducta al estilo británico

[266] El artículo 154 del Decreto 1506/1967, de 30 de junio, por el que se aprueba el Reglamento de las Bolsas Oficiales de Comercio, establecía que: «Las Juntas Sindicales podrán establecer el régimen o procedimiento que se ha de seguir en los casos de ofertas o demandas excepcionales, tanto por la cuantía de los títulos como por la finalidad social de la propuesta, y en los casos previstos en el artículo 12 de la Ley de 26 de diciembre de 1958 y en artículo 12 del Decreto-Ley 7/1964, de 30 de abril».

[267] El COLEGIO DE AGENTES DE CAMBIO Y BOLSA DE BARCELONA [COLEGIO DE AGENTES DE CAMBIO Y BOLSA DE BARCELONA (1972). *Boletín Financiero del Servicio de estudios e Información* (41), pp. 2-12] defendía que las Juntas Sindicales podían, dentro de sus funciones, regular analógicamente las operaciones que «por su envergadura, concretamente las ofertas públicas de compra en particular, que pueden alterar fundamentalmente el equilibrio bursátil de una empresa». Contra esta opinión se manifiestan tanto SÁNCHEZ-CALERO (1971) como GIRÓN (1970) [GIRÓN, J. (1970). "Sociedades en Bolsa". En *Coloquios de Derecho Bursátil* (pp. 89-110). Bilbao: Instituto de Estudios Bancarios y Bursátiles].

podría limitar un derecho como el garantizado por una norma de mayor rango. A favor del Decreto o el Código de Conducta se había manifestado la COMISIÓN PARA EL ESTUDIO DEL MERCADO DE VALORES (1978).[268]

- Si sería necesario una autorización previa, opinión ya mayoritaria entre los legisladores de la época y defendida por RODRÍGUEZ SASTRE (1975) y SÁNCHEZ CALERO (1971), o no.

- En caso de ser necesaria la autorización previa, quién debería ser el organismo otorgante de la autorización: la Junta Sindical, el Consejo Superior de Bolsas o el Ministerio de Hacienda. RODRÍGUEZ SASTRE (1975) defiende que debería ser el Ministerio de Hacienda, mediante actos administrativos sujetos a posibles recursos por la vía contencioso-administrativa.

- Sobre la necesidad de control previo sobre el precio ofrecido en la OPA.

- Sobre la necesidad de información al mercado en relación con la OPA, al ser en última instancia los accionistas de la sociedad los que tendrán en sus manos.

- O, finalmente, sobre la necesidad de aplicar beneficios fiscales a las operaciones de concentración surgidas a través de una OPA en analogía con concentraciones de empresas que se beneficiaban, en determinados casos, de ciertos beneficios fiscales.

[268] No hay que olvidar que en medio de estas discusiones teóricas, en 1972, se elaboró un proyecto de Decreto, inspirado en los regímenes francés y belga pero que no fue finalmente aprobado ante el dictamen negativo del Consejo de Estado, debido básicamente a que una norma que regulase aspectos básicos tanto de las prácticas restrictivas de la competencia como de la sociedad anónima, debería tener rango de ley. Dicho proyecto fue elaborado como Borrador de Anteproyecto a finales del año 1970 por el profesor SÁNCHEZ CALERO para la Bolsa de Bilbao, sirviendo de base para el proyecto de Decreto elaborado por el Ministerio de Economía y Hacienda en 1972. Para un estudio más en detalle del mismo, consultar TAPIA, A. J. (1991). "El régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS) de valores en el Derecho español (consideraciones generales sobre el régimen vigente y sobre el régimen proyectado)". *Actualidad Financiera* (2), pp. 791-827.

Fruto de las anteriores discusiones, la primera norma que vino a regular las OPAs en España fue el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre[269], sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios, seguida por el Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, por el que se deroga el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre[270], y se establece una nueva regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios[271].

Ya la norma de 1980 regulaba aspectos como:

- La participación significativa, que se estableció en un 25% o más del capital social. (artículo 2)

- La posibilidad de plantearse como compraventa, permuta (o como ambas cosas). (artículo 4)

- El anuncio de la OPA implica la suspensión automática de la cotización y transmisión de valores. (artículo 5)

- La oferta debía ser presentada ante la Junta Sindical de la Bolsa en la que se presentara, siendo ésta la encargada de examinar y en último término aprobar la oferta, si bien cabía recurso contra las decisiones de las Juntas Sindicales ante el Ministerio de Economía. (artículo 7 y siguientes).

- Las OPAs de exclusión (artículo 3.3)

[269] Como bien llama la atención SÁNCHEZ CALERO (2009), sin informe previo del Consejo de Estado, lo cual resulta trascendente a tenor de lo acaecido con la tentativa de los años setenta.

[270] Tanto el Real Decreto 1848/1980 como el Real Decreto 279/1984 pueden consultarse en el Anexo A.1..

[271] BOE nº 40, de 16 de febrero de 1984. Derogado.

- Se regulan las ofertas competidoras. (capítulo V)[272]

El Real Decreto 279/1984 fue bien acogido por la doctrina y era básicamente similar al anterior, siendo sus principales diferencias el hecho de que esta segunda norma contaba con dictamen previo –y positivo– del Consejo de Estado y que modificaba el sistema de OPAs competidoras[273]. Es importante resaltar, como ejemplo del estudio que realizaremos en el capítulo 3 de esta Tesis Doctoral, cómo los cambios sobre el sistema de OPAs competidoras estuvieron en gran medida condicionados por lo acaecido en 1982 con la guerra de OPAs entre el Banco Santander e Iberduero por hacerse con el control de Electra de Viesgo.

2.5.2.- Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores y Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

Varios motivos llevaron en 1988 a una amplia revisión de la regulación sobre el mercado de valores y, dentro de este, a la revisión del sistema de regulación de las OPAs.

Estos motivos pueden resumirse en:

- La publicación de la Ley del Mercado de Valores. Si bien durante unos años se mantuvo en vigor el Real Decreto 279/1984, lo cierto

[272] Para un análisis crítico del Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, ver ZURITA, J. (1981). "Consideraciones para el estudio del régimen español de la oferta pública de adquisición de valores mobiliarios". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*4), pp. 751-772 y BLANCO, J. (1982). "Las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios en el Derecho español". *L'informazione societaria* , pp. 529-551.

[273] Con respecto al Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, consultar LÓPEZ ANTÓN, F. (1985). "Ofertas públicas de adquisiciones de valores mobiliarios (Algunas consideraciones sobre su régimen legal en Derecho español)". *Revista de Derecho Mercantil* (175-176), pp. 203-226; ZURITA, J. (1988). "La oferta pública de adquisición: génesis, alcance, contenido y problemas de la normativa vigente". *Papeles de economía española* (36), pp. 113-139; y ARRUÑADA, B. (1990). "*Control y regulación en la sociedad anónima*". Madrid: Alianza Editorial.

es que tal y como afirma ZURITA (2002), «era evidente que el nuevo esquema establecido por la Ley del Mercado de Valores de 1988 exigía una normativa reglamentaria propia»[274]

- La nueva normativa sobre Defensa de la Competencia y concentraciones económicas (Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia[275]).

- La propuesta de Directiva europea en materia de OPAs[276], que si bien acabó por no publicarse, fue seguida muy de cerca por el legislador español a la hora de elaborar el Real Decreto 1197/1991[277].

Así, es importante subrayar que la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores establecía lo siguiente:

Artículo 34:

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá proceder a la exclusión de la negociación de aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión o de frecuencia y volumen de contratación que reglamentariamente se establezcan.

---

[274] ZURITA, J. (2002). "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 3031-3092). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

[275] BOE nº 170, de 18 de julio de 1989. Derogada.

[276] En este sentido ver ARRANZ PUMAR, G. (1992). "El proyecto de Directiva sobre ofertas públicas de adquisición y la normativa española. Un enfoque de Derecho Comparado". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 62-75). Bilbao: Editorial Deusto, citado por ZURITA (2002). En el mismo sentido ver FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. (1998). "Las OPAs y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia". *Revista de Derecho Mercantil* (227), pp. 37-50.

[277] FERNÁNDEZ-ARMESTO (1998) considera que el sistema de OPAs adoptado por el legislador español estaba básicamente en línea con las propuestas de Directiva de 1989 y 1990, con una concepción clara de OPA obligatoria y *a priori*, si bien se introdujo un cambio notable: la posibilidad de OPA parcial. Entiende el autor que dicha opción legislativa se justificaba por el hecho de que la OPA total «encarecía y gravaba desmesuradamente los cambios de control societario. Y probablemente también subyacía el temor de que sólo los grandes grupos extranjeros tuvieran capacidad suficiente para financiar operaciones de gran tamaño». [FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. (1998). "Las OPAs y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia". *Revista de Derecho Mercantil* (227), pp. 37-50].

Dicha exclusión se acordará por propia iniciativa o a propuesta de los organismos rectores de los correspondientes mercados secundarios oficiales.

La exclusión de la negociación de un valor en un mercado secundario oficial podrá también ser solicitada por la entidad emisora. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en caso de que considere que aquélla puede lesionar legítimos intereses de sus tenedores o titulares, podrá denegarla o condicionarla a que por el emisor se promueva una oferta pública de adquisición. Este se extenderá a todos los valores afectados por la exclusión, de acuerdo con el procedimiento y al precio mínimo que reglamentariamente se establezca.

Artículo 60:

Quien pretenda adquirir, en un solo acto o en actos sucesivos, un determinado volumen de acciones admitidas a negociación en una Bolsa de valores u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y de esta forma llegar a alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad, no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos sus titulares.

Reglamentariamente se fijarán: la participación que tendrá la consideración de significativa; las reglas y plazos de cómputo de la misma, tomando en consideración las participaciones directas e indirectas; los términos en que la oferta será irrevocable o en que podrá someterse a condición y las garantías exigibles según que la contraprestación ofrecida sea en dinero, valores ya emitidos o valores cuya emisión aun no haya sido acordada por la sociedad o entidad oferente; la modalidad de control administrativo a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en general, el procedimiento de las ofertas públicas de adquisición; las limitaciones a la actividad del órgano de administración de la sociedad cuyas acciones sean objeto de la oferta; el régimen de las posibles ofertas competidoras; las reglas de prorrateo, en su caso; las operaciones exceptuadas de este régimen por consideraciones de interés público y los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria.

Quien adquiera el volumen de acciones y alcance la participación significativa a que se refiere el párrafo primero sin la preceptiva oferta pública de adquisición no podrá ejercer los derechos políticos derivados de las acciones así adquiridas, sin perjuicio de las sanciones previstas en el Título VIII de la presente Ley. Los

> acuerdos adoptados con su participación serán nulos. La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para el ejercicio de las acciones de impugnación correspondientes.
>
> Quien adquiera un volumen de acciones admitidas a negociación en una bolsa de valores que represente más del 50% del total de los votos de la sociedad emisora no podrá modificar los estatutos de ésta, salvo en los extremos que reglamentariamente se señalen, sin promover una oferta pública de adquisición dirigida al resto de las acciones con voto admitidas a negociación.
>
> Reglamentariamente se regulará, en relación con la operación a que se refiere este párrafo, además de los extremos contemplados en el párrafo segundo, el precio mínimo al que deba efectuarse esta oferta pública de adquisición.
>
> Las ofertas públicas de adquisición de acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición formuladas de modo voluntario deberán dirigirse a todos sus titulares y estarán sujetas a las mismas reglas y procedimiento que las demás contempladas en este artículo.

Tres años después de publicarse la Ley del Mercado de Valores, el 2 de agosto de 1991 se publicó el Real Decreto 1197/1191, de 26 de julio, sobre ofertas públicas de adquisición. Fue el primer reglamento sobre OPAs que se dictó como desarrollo de una norma con rango de Ley y se justificó, según reza en su Exposición de Motivos, en «la conveniencia de no demorar por más tiempo la renovación del ordenamiento en materia de ofertas públicas de adquisición» y «la exigencia, reclamada por el tráfico jurídico, de la puesta en práctica y con carácter prioritario del desarrollo normativo previsto en la citada Ley del Mercado de Valores». Tras la promulgación de la Ley del Mercado de Valores, la Disposición Adicional Quinta del Real Decreto 726/1989, de 23 de junio, sobre sociedades rectoras, y miembros de las bolsas de valores, sociedad de bolsa y fianza colectiva[278], declaró en vigor la normativa del año 84, si bien había introducido algunas reformas, fundamentalmente en lo referente a las competencias de la recién creada CNMV. A pesar de ello, era evidente que los cambios introducidos

[278] BOE nº 150, de 24 de junio de 1989. En lo referente a OPAs la Disposición Adicional Quinta fue derogada por el Real Decreto 1197/1991.

por la nueva ley eran de tal calado que requerían abordar de nuevo la normativa en materia de OPAs.

El Real Decreto contenía un total de 41 artículos distribuidos en siete capítulos[279], frente a los 24 artículos del reglamento del año 84 y los 21 de la normativa del año 80. Los capítulos básicamente eran similares a los previstos en la normativa previa: «Disposiciones generales» («Normas generales» en la versión del año 84); «Presentación y autorización de la oferta» («Preparación y presentación de la oferta»); «Modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta»; «Aceptación de la oferta y liquidación de las operaciones» («Aceptación de la oferta»); «Ofertas competidoras» (de igual nombre en la normativa del año 84); «Operaciones de concentración»; y «Régimen de supervisión, inspección y sanción». La normativa previa tenía dos capítulos («Publicación de la oferta» y «De los recursos») que desaparecieron en el año 91. El Real Decreto 1197/1991, sin embargo, desarrolló dos capítulos no contemplados con anterioridad y que se corresponden con: «Operaciones de concentración» (capítulo VI) y «Régimen de supervisión, inspección y sanción» (capítulo VII). El primero de ellos se encuadraba dentro de las exigencias de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia. Se contemplaban en dicho capítulo los efectos de la posible resolución del gobierno en relación con una pretendida OPA, teniendo el oferente que desistir de la oferta si el gobierno se oponía a la operación propuesta o pudiendo el oferente desistir si el gobierno sujetaba la autorización al cumplimiento de alguna condición. También se contemplaban en dicho capítulo las operaciones de concentración de dimensiones comunitarias y ello cuando la oferta pública de adquisición pudiera implicar la existencia de una operación de concentración de las previstas en el Reglamento (CEE) nº 4064/1989 del Consejo de las Comunidades Europeas, de 21 de diciembre de 1989.

[279] Junto con una disposición adicional, dos disposiciones transitorias, una derogatoria y una disposición final.

En general la nueva normativa sirvió para corregir alguno de los defectos de la normativa anterior, especialmente en materia de ofertas competidoras, y para establecer una forma más ordenada de los requisitos de las mismas. Un punto importante, el del deber de pasividad del Consejo de Administración de la sociedad opada, fue tratado en el artículo 14, siendo deudor del proyecto de Directiva tal y como estaba en ese momento.

Una crítica constante al Real Decreto 1197/1991 fue su ambigüedad en algunos aspectos relevantes, que no fue siempre resuelta de forma consistente por la CNMV, así como el excesivo margen de interpretación del que disfrutaba la propia CNMV[280].

Desde un punto de vista económico más que jurídico es interesante ver algunas de las críticas hechas en su día por ARRUÑADA (1992), que criticó diversos aspectos como la anteriormente citada discrecionalidad de la que disfrutaba la CNMV; la suspensión cautelar de la negociación de las acciones –al impedir que el mercado se manifestase rápidamente sobre la oferta[281]–; la posibilidad de presentar OPAs competidoras, lo que podía jugar un efecto perverso al acabar reduciendo el número de OPAs una vez que el descubridor de la oportunidad de negocio podía ser vencido finalmente en la pugna, desincentivando la labor de aquellos inversores centrados en la búsqueda de oportunidades de OPA[282]; o lo que el propio autor denominó «desigualdad del terreno de juego», criticando la ausencia de medidas contra aquellas medidas defensivas tomadas por los gestores empresariales como barreras estatutarias, a la

[280] En este sentido LÓPEZ MARTÍNEZ, M. (2003). "Principio de legalidad y reforma del Reglamento de OPAS". *Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (4), pp. 1499-1503 o ARRUÑADA, B. (1992). "Crítica a la regulación de OPAs". *Revista de Derecho Mercantil* (203-204), pp. 29-67.

[281] Si bien es cierto que esta crítica es atemperada por el hecho, reconocido por el propio autor, de que la suspensión solía ser levantada normalmente con gran celeridad por la CNMV.

[282] Sobre este tema volveremos en capítulos posteriores, cabiendo aquí únicamente destacar que el propio autor rebaja el tenor de su crítica ya que la propia regulación del año 91 concedía un cierto privilegio al primer oferente al ser el único que podría revisar su oferta inicial.

vez que sí que se establecía el deber de pasividad del consejo una vez lanzada una OPA.

En cuanto a sus resultados prácticos, a la luz de la experiencia hasta el año 2002, dicen SÁNCHEZ-CALERO y TAPIA (2002) que las OPAs en España no han sido un mecanismo para cambios de control una vez que «por regla general, (las OPAs) no se utilizan para lograr cambios en el control de las sociedades cotizadas. Lejos de servir para ese propósito, se han convertido en un sistema de ejecución de cambios de control negociados fuera del mercado»[283]. Si bien los propios autores achacan esa situación más a la estructura de control de las sociedades cotizadas en España que a las propias deficiencias de la regulación española en materia de OPAs.

2.5.3- Principales reformas al Real Decreto 1197/1991

Las principales reformas al Real Decreto 1197/1991 a lo largo de su vigencia hasta el año 2007 fueron, en orden cronológico las siguientes:

2.5.3.1.- Reforma de marzo de 1994

Real Decreto 437/1994, de 11 de marzo, por el que se modifican los Reales Decretos 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y 567/1980, de 28 de marzo, sobre Fondo de Garantía de Depósitos en establecimientos bancarios[284].

[283] SÁNCHEZ-CALERO, J. y TAPIA, A. J., (2002). "Las OPAs en el mercado español". *Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores* (6), pp. 66-82.

[284] BOE nº 63, de 15 de marzo de 1994.

Versión inicial

Artículo 4:

a) Adquisición que realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorros o Cooperativas de Crédito, la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras u otras instituciones similares legalmente establecidas, en cumplimiento de las funciones que les atribuyen las disposiciones vigentes.

Versión final

Artículo 4:

a) Adquisiciones que, en el cumplimiento de sus funciones, realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito, la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras, y otras instituciones similares legalmente establecidas, así como las adquisiciones consistentes en las adjudicaciones que los citados organismos, con sujeción a las reglas de publicidad y concurrencia de ofertas establecidas en la normativa específica, acuerden en cumplimiento de sus funciones.

b) La exclusión se extenderá a las adquisiciones indirectas previstas en el artículo 3.1 de este Real Decreto, cualquiera que sea el porcentaje de las participaciones significativas que resulten de las referidas adjudicaciones, cuando, a juicio de la entidad de supervisión competente, quien lo comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tal exclusión resulte conveniente para garantizar el buen fin y viabilidad financiera de la operación de saneamiento de que se trate, en función del coste de tales adquisiciones indirectas.

   La exclusión no será aplicable en las posteriores transmisiones que eventualmente realicen los adjudicatarios de los organismos a que se refiere el párrafo primero de esta letra.

Esta reforma si bien puede ser considerada como un cambio meramente técnico *a priori*, lo cierto es que resulta interesante para el objeto de esta tesis, al

ser un claro ejemplo de cómo operaciones concretas, con nombre y apellido podríamos incluso decir, fueron la causa última de reformas al régimen de OPAs en el mercado español. Básicamente, esta modificación del Real Decreto 1197/1991 estuvo conectada con el caso Banco Español de Crédito ("Banesto"). Como bien explica ZURITA (2002), la reforma vino a ser una excepción que permitiese vender un paquete mayoritario del capital de Banesto a otra entidad, que acabó siendo el Banco Santander, sin necesidad de formular OPA ni para adquirir los paquetes de acciones en propiedad de accionistas minoritarios ni a los de las empresas filiales de Banesto que cotizaban en Bolsa[285].

2.5.3.2.- Reforma de diciembre de 1998

Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores[286].

Versión inicial

Artículo 28.1:

Las ofertas públicas de adquisición que hubieran alcanzado resultado positivo, cuando la contraprestación consista en dinero, se liquidarán siguiendo el mismo régimen que las operaciones al contado, considerándose fecha de la correspondiente operación bursátil la del día de publicación del resultado de la oferta en el «Boletín Oficial de Cotización».

[285] Como afirma ZURITA, J. (2002), «esta modificación está conectada al caso Banesto. Este banco había sido intervenido por el Banco de España, y a la vista de su situación se llevó a cabo una operación de saneamiento de la que formaba parte una reducción de capital y una simultánea ampliación suscrita exclusivamente por el Fondo de Garantía de Depósitos en establecimientos bancarios […]. Ahora bien, la adquisición por otra entidad del paquete mayoritario de las acciones de la sociedad en crisis que el Fondo hubiera adquirido como consecuencia de la operación de saneamiento que hubiera llevado a cabo en dicha sociedad no estaba excluida de la obligación de formular OPA, y ello era particularmente grave en este caso porque el Banco, a su vez, ostentaba participaciones significativas en una amplia gama cuyas acciones cotizaban en Bolsa y ello podría originar, de acuerdo con el régimen establecido en el artículo 3 para los supuestos de adquisiciones sobrevenidas de participaciones significativas, la obligación para el adquirente de tener que formular una cascada de OPAs». Ver en ZURITA, J. (2002). "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de Valores". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 3031-3092). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

[286] BOE nº 302, de 18 de diciembre de 1998.

Versión final

Artículo 28.1:

Las ofertas públicas de adquisición que hubieran alcanzado resultado positivo cuando la contraprestación consista en dinero, se liquidarán por el procedimiento establecido para ello por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, considerándose fecha de la correspondiente operación bursátil la del día de publicación del resultado de la oferta en el Boletín de Cotización.

Esta reforma fue de carácter meramente técnico y sin mayor trascendencia para el objeto de este trabajo.

2.5.3.3.- Reforma de octubre de 1999

Real Decreto 1676/1999, de 29 de octubre, por el que se modifica parcialmente el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores[287].

Versión inicial

Artículo 3.1.c:

Si se tratara de la toma de control de una sociedad o entidad distinta de las señaladas en la letra a) precedente, deberá formularse oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la toma de control, se haya alcanzado en la sociedad afectada cualquiera de los porcentajes de participación señalados en los números 3, 4 y 5 del artículo 1. En particular, la toma de control de una sociedad admitida a negociación mediante la realización de una oferta pública de adquisición entrañará la obligación de promover tantas ofertas públicas de

[287] BOE nº 260, de 30 de octubre de 1999.

adquisición como sociedades admitidas a negociación en las que aquella toma de control implique alcanzar cualquiera de los señalados porcentajes.

La oferta pública deberá formularse dentro de los seis meses siguientes a la fecha de la toma de control, y realizarse sobre el número de valores que corresponda según lo establecido en el artículo 1, con un mínimo, en el caso del número 5 del citado artículo, del 10% del capital de la sociedad afectada. Serán de aplicación a la oferta las reglas de valoración establecidas en el artículo 7.3.

No obstante, no será obligatoria la formulación de oferta pública de adquisición cuando, dentro del señalado plazo de seis meses, el exceso de participación sobre los porcentajes señalados se enajene o se ponga a la venta mediante oferta pública de venta, en la que el precio solicitado por acción no podrá ser superior al que se derive de los criterios señalados en el artículo 7.3.

Artículo 33:

d) La contraprestación, en todo caso, deberá ser en metálico.

e) Que su plazo de aceptación sea de un mes, contado a partir de la publicación del primer anuncio a que se refiere el artículo 18. En el supuesto de que el plazo de aceptación de la oferta precedente termine con posterioridad al de la oferta competidora, se prorrogará el plazo de ésta hasta la terminación del de aquélla.

Versión final

Artículo 3.1.c:

Si se tratara de la toma de control de una sociedad o entidad distinta de las señaladas en el párrafo a) precedente, deberá formularse oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la toma de control, se haya alcanzado en la sociedad afectada una participación igual o superior al 50% de su capital. En particular, la toma de control de una sociedad admitida a negociación mediante la realización de una oferta pública de adquisición entrañará la obligación de promover tantas ofertas públicas de adquisición como sociedades admitidas a negociación en las que aquella toma de control implique alcanzar el porcentaje.

La oferta pública deberá formularse dentro de los seis meses siguientes a la fecha de la toma de control y realizarse sobre un número de valores que permita al adquirente alcanzar al menos, el 75% del capital de la sociedad afectada y que en ningún caso será inferior al 10% del capital de la sociedad afectada. Se aplicarán a la oferta las reglas de valoración establecidas en el artículo 7.3.

No obstante, no será obligatoria la formulación de oferta pública de adquisición cuando, dentro del señalado plazo de seis meses, el exceso de participación sobre el porcentaje señalado se enajene o se ponga a la venta mediante oferta pública de venta, en la que el precio solicitado por acción no podrá ser superior al que se derive de los criterios señalados en el artículo 7.3.

Artículo 33:

d) Las contraprestaciones podrán adoptar cualquiera de las modalidades previstas en el artículo 10 del presente Real Decreto.

e) Que su plazo de aceptación sea de un mes, contado a partir de la publicación del primer anuncio a que se refiere el artículo 18. No obstante, cuando la contraprestación de la oferta competidora consista, total o parcialmente, en valores a emitir por la sociedad oferente, el plazo de aceptación de ésta se prorrogará en la forma establecida en el artículo 10.5. En el supuesto de que el plazo de aceptación de la oferta precedente termine con posterioridad al de la oferta competidora, se prorrogará el plazo de ésta hasta la terminación del de aquélla.

Esta reforma vino a alterar *grosso modo* las denominadas adquisiciones sobrevenidas y el régimen de las ofertas competidoras.

Con respecto a las adquisiciones sobrevenidas, básicamente la reforma vino a equipar los casos en los que a través de una OPA se adquiría el control no sólo de la sociedad por la que se lanzaba la OPA sino adicionalmente, de forma indirecta, el de otras sociedades cotizadas en las que la adquirida tenía participaciones superiores a los umbrales fijados por la regulación de OPAs. Esta situación no era coherente con la que se daba a los casos de fusión, en los que la

obligación de lanzar OPAs por las sociedades adquiridas indirectamente se limitaba al caso de adquirir un 50% o más. En este sentido el Preámbulo del Real Decreto 1676/1999, establece que «la reforma pretende equiparar los umbrales de dicho supuesto con los fijados para los mismos casos en los que media una fusión. De este modo se dan soluciones idénticas a supuestos que producen el mismo resultado económico, aunque su causa jurídica sea diferente».

Esta modificación es también relevante para nuestro estudio ya que, al igual que la reforma del año 1994, parece que estuvo relacionada con un caso concreto que afectaba a la empresa petrolífera española CEPSA. Como señalan ZURITA (2002) y FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006), la prensa económica de la época vinculó tal reforma con la adquisición por el grupo francés Total Fina de una participación mayoritaria en la también francesa ELF, lo que le obligaba a lanzar una OPA por el 10% de la española CEPSA, al ser detentora la segunda de un 35% del capital de la española. Esta tesis parece ser confirmada por la Disposición Transitoria del Real Decreto 1676/1999, que establecía que: «El presente Real Decreto resultará de aplicación a los supuestos de oferta pública que, a su entrada en vigor, deberán formularse por concurrir los requisitos exigidos en las disposiciones vigentes».

En lo que se refiere a ofertas competidoras, la reforma vino a permitir que no tuvieran que realizarse únicamente en dinero, tal y como establecía la normativa anterior, sino que en aras de ampliar las posibilidades de contemplar ofertas competidoras, pudieran éstas realizarse mediante cualesquiera de las contraprestaciones previstas para las OPAs iniciales. Adicionalmente se adaptó el artículo que establecía los plazos de las ofertas competidoras a la nueva situación en el caso de que la contraprestación fueses títulos a emitir por la sociedad oferente, permitiéndose la posibilidad de aumentar el plazo de aceptación de la OPA competidora para permitir que la Junta del oferente adoptase el correspondiente acuerdo de ampliación de capital.

2.5.3.4.- Reforma de diciembre de 2001

Real Decreto 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 las concentraciones económicas[288].

Versión inicial

Artículo 24.1:

c) En el supuesto previsto en las letras b) y c) del artículo 37.2.

Artículo 37:

1.- Una vez formulada ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la solicitud de autorización a que se refiere el artículo 12, y dentro del plazo de los cinco días siguientes, el oferente podrá notificar voluntariamente la misma al Servicio de Defensa de la Competencia, de acuerdo con lo previsto en el artículo 15 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, siempre que no la hubiera efectuado con anterioridad.

Sin perjuicio de lo previsto en el párrafo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, dentro del plazo de cinco días en el señalado y si estima que pueden concurrir las circunstancias previstas en el artículo 14 de la citada Ley 16/1989, podrá poner la oferta en conocimiento del Servicio de Defensa de la Competencia, quien, de estimarlo oportuno de acuerdo con dicho artículo, podrá proponer al Ministro de Economía y Hacienda la remisión del proyecto al Tribunal de Defensa de la Competencia.

2.- Caso de producirse la notificación voluntaria de la oferta por parte del oferente, quedará sometida ésta a condición, que producirá los siguientes efectos:

[288] BOE nº 16, de 18 de enero de 2002.

a) Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta se produjera la autorización tácita de la operación de acuerdo con lo previsto en el segundo párrafo del número 4 del artículo 15 de la Ley 16/1989, la oferta surtirá plenos efectos.

b) Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta recayera resolución del Gobierno, se estará a lo que resulte de la misma.

   Si el Gobierno no se opone a la operación de concentración, la oferta surtirá plenos efectos. Igual regla se aplicará si el Ministro de Economía y Hacienda, antes del transcurso de un mes desde la notificación voluntaria, decidiese expresamente no remitir al Tribunal de Defensa de la Competencia el expediente. Si el Gobierno se opusiera a la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 24.

   Si el Gobierno sujetara su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir con carácter general, salvo cuando a la vista de la poca relevancia de las condiciones impuestas por el Gobierno, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, oído aquél, no autorizara el desistimiento.

c) Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta no hubiera recaído resolución expresa o tácita, el oferente podrá desistir de la oferta.

En el supuesto específico de que el Ministro de Economía y Hacienda remita las actuaciones al Tribunal de Defensa de la Competencia, el Servicio de Defensa de la Competencia, el mismo día de la remisión, deberá notificarlo al oferente.

En este caso, si el oferente decidiera desistir de la oferta, lo deberá poner en conocimiento de la Comisión Nacional del Mercado de Valores al día siguiente de recibir la notificación a que se refiere el párrafo anterior.

3.- En el supuesto de que el inicio del procedimiento ante el Tribunal de Defensa de la Competencia resultase de la remisión del proyecto por el Ministro de Economía y Hacienda sin que hubiese habido notificación voluntaria, se estará a lo dispuesto en el número anterior, si bien no habrá lugar al supuesto de autorización tácita.

4.- Los efectos derivados de la tramitación de un expediente ante los órganos de Defensa de la Competencia y, en su caso, el desistimiento deberán publicarse por los medios previstos en el artículo 18, en el plazo máximo de dos días desde la finalización del plazo de aceptación, previa comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Versión final

Artículo 24.1:

c) En los supuestos previstos en el apartado segundo, en los párrafos b) y c) del apartado cuarto y en los párrafos b) y c) del apartado séptimo del artículo 37.

Artículo 37:

Procedimiento ante los órganos españoles de Defensa de la Competencia.

1.- En el caso de que concurran los supuestos del artículo 14 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, el oferente deberá notificar conforme al artículo 15 de la mencionada Ley la operación de concentración al Servicio de Defensa de la Competencia en el plazo de los cinco días siguientes a la presentación de la solicitud de autorización de la oferta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siempre que no la hubiera notificado al Servicio con anterioridad.

Sin perjuicio de lo estipulado en el párrafo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si estima que pueden concurrir las circunstancias previstas en el citado artículo 14 de la Ley 16/1989, sin que así se haya hecho constar en el folleto presentado, pondrá la oferta en conocimiento del Servicio de Defensa de la Competencia, a efectos de que este organismo, de estimarlo oportuno, requiera al oferente la presentación de la notificación.

2.- En el supuesto de que el Ministro de Economía remita las actuaciones al Tribunal de Defensa de la Competencia, el Servicio de Defensa de la Competencia deberá notificarlo al oferente el mismo día de la remisión. En este caso, el oferente

podrá desistir de la oferta siempre que lo comunique a la Comisión Nacional del Mercado de Valores al día siguiente de recibir la notificación.

3.- En el supuesto de que no se levante la suspensión de la operación de concentración, iniciado el procedimiento ante los órganos de Defensa de la Competencia, no se publicarán los anuncios previstos en el artículo 18 ni comenzará el plazo de aceptación en tanto no recaiga la autorización expresa o tácita de la Administración.

4.- En el supuesto de que se levante la suspensión de la operación, la oferta quedará sometida a condición y, sin perjuicio de lo establecido en el apartado 2, producirá los siguientes efectos:

a) Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta recayera autorización tácita de la operación, surtirá la oferta todos sus efectos.

b) Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta recayera resolución del Gobierno, se estará a lo que resulte de la misma, con arreglo a lo dispuesto en el apartado 7.

c) Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta no hubiera recaído resolución expresa o tácita, el oferente podrá desistir de la oferta.

5.- En el supuesto de que el inicio del procedimiento ante el Servicio de Defensa de la Competencia resultase del requerimiento de éste al oferente para que presente la notificación de la operación, se estará a lo dispuesto en los apartados anteriores, si bien no habrá lugar al supuesto de autorización tácita.

6.- Si, de acuerdo con los artículos 15 bis.2 y 15 ter de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, la operación queda autorizada, se estará a lo dispuesto en el capítulo II de este Real Decreto. En el caso de que el acuerdo de terminación convencional recayese una vez autorizada la oferta por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, deberá publicarse un suplemento de folleto en el que se recojan los términos del acuerdo, que deberá ser verificado por dicha Comisión.

7.- La resolución del Gobierno producirá los siguientes efectos:

a) Si el Gobierno no se opone a la operación de concentración, la oferta surtirá plenos efectos.

b) Si el Gobierno declarase improcedente la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 24.

c) Si el Gobierno sujetara su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir de la oferta, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 24.

8.- Los efectos derivados de la tramitación de un expediente ante los órganos de Defensa de la Competencia y, en su caso, el desistimiento deberán publicarse por los medios previstos en el artículo 18, en el plazo máximo de dos días a contar desde la resolución administrativa tácita o expresa, o desde la fecha que pudiera efectuarse el desistimiento por cualquier otra causa prevista legalmente, previa comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

9.- En el caso de que con una oferta inicial que cumpla las condiciones para su notificación obligatoria establecidas en el artículo 14 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, concurra otra oferta que no cumpla dichas condiciones, se suspenderá la tramitación de ésta hasta que no se publique la precedente de acuerdo con el artículo 18 de este Real Decreto.

Como ya vimos al hablar del concepto de control, uno de sus aspectos relevantes es que puede afectar no sólo a la regulación sobre OPAs sino también a otras ramas del Derecho como el Derecho de la Competencia, no siendo un concepto unitario para las diferentes ramas del Derecho.

En este sentido, el área común de ambas ramas del Derecho en nuestro ordenamiento se daba tanto en el artículo 37 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores como en los artículos 14 y 15 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia.

Básicamente, el artículo 37 del Real Decreto 1197/1991 en su notación originaria partía del principio básico de notificación voluntaria de las ofertas y venía a establecer que siempre que se considerase que podía darse uno de los supuestos del artículo 14 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, el oferente debía notificarlo a las autoridades de la competencia previa o coetáneamente con la presentación de la oferta (aunque en caso de no hacerlo, si la CNMV estimaba que podía darse uno de los supuestos anteriormente

mencionados, también podía hacer la notificación). El proceso relativo a la Defensa de la Competencia, en cualquier caso, era independiente del proceso de la OPA aunque sí que podía tener influencia en el caso de haber pronunciamiento (mediante resolución) del gobierno. En el caso de resolución favorable a la concentración, ya sin condiciones ya con condiciones de «poca relevancia», el proceso de la OPA seguía su curso normal. En el caso de condiciones más sustanciales, el oferente podía desistir de su oferta (con la autorización de la CNMV). En el caso de resolución desfavorable, el oferente debería desistir de la OPA. Sin embargo, en caso de no haber recaído resolución alguna el oferente estaba facultado para desistir de la oferta o para adquirir a su riesgo, con las dificultades que podría implicar el tener que deshacer la operación con posterioridad.

Sin embargo, y ante un caso concreto en el que luego entraremos, el gobierno modificó en el año 2000 la Ley de Defensa de la Competencia mediante el Real Decreto-ley 6/2000, de 23 de junio, de medidas urgentes de intensificación de la competencia en mercados de bienes y servicios. Como establecía el preámbulo de dicho Real Decreto-ley: «En materia de Defensa de la Competencia, el aumento del número y la trascendencia de los casos de concentraciones aconseja la adopción de nuevos mecanismos que refuercen el sistema de control y eficacia del mismo. Con este fin, el capítulo I del Título II de este Real Decreto-ley introduce diversas modificaciones referentes al control de concentraciones previsto en la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia. En concreto, establece la suspensión de la ejecución de la operación hasta que la misma no sea autorizada y, en coherencia, se reducen los plazos de tramitación del expediente. Adicionalmente, se clarifica la intervención de oficio por el Servicio de Defensa de la Competencia y se previene la paralización de la tramitación de expedientes».

En esencia, el artículo 15 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, quedaba en su nueva redacción atribuida por el Real Decreto-ley 6/2000, de la siguiente forma:

Artículo 15:

Notificación de operaciones de concentración.

1. La notificación de las operaciones de concentración que entren en el ámbito de aplicación del artículo 14 de la presente Ley deberá presentarse en el Servicio de Defensa de la Competencia previamente a su realización.

2. La operación de concentración no podrá llevarse a efecto, ni antes de ser notificada, ni antes de que la Administración manifieste, de forma expresa o presunta, su no oposición a la misma, o la subordine a la observancia de condiciones determinadas, en los términos establecidos en el artículo 17.

Cuando la operación de concentración se materialice mediante la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones admitidas a negociación en una bolsa de valores, una vez autorizada la oferta por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, no se publicarán los anuncios relativos a la misma ni comenzará el plazo de aceptación en tanto no recaiga la autorización expresa o presunta de la Administración. En caso de que la suspensión de la ejecución se levante en los términos establecidos en el siguiente párrafo, se estará a lo dispuesto en el artículo 37 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

El Ministro de Economía, en la resolución en la que se acuerde la remisión del expediente al Tribunal de Defensa de la Competencia, podrá levantar la suspensión de la ejecución de la operación prevista en este apartado, a propuesta del Servicio de Defensa de la Competencia, y a petición del notificante, que deberá presentarse junto con la notificación. La resolución se dictará previa ponderación de los perjuicios que de la suspensión se puedan derivar para la operación, y de los que de su ejecución se puedan generar para los competidores o para la libre concurrencia. La resolución en la que se levante la suspensión podrá supeditar su efectividad al cumplimiento de determinadas condiciones por parte del notificante. En todo caso, la operación quedará sujeta a lo dispuesto en el artículo 17.

La ejecución de la operación en contravención de lo establecido en el presente apartado será sancionada con la multa establecida en el artículo 18.3 de la presente Ley, y no le será de aplicación a la misma la autorización tácita prevista en los artículos 15 bis, 2, y 17.2 de la presente Ley. La instrucción del expediente

corresponderá al Servicio de Defensa de la Competencia y la imposición de la sanción al Ministro de Economía.

3. El hecho de la notificación será público.

4. Se determinará reglamentariamente la forma y contenido de la notificación en la cual constarán, en todo caso, los datos necesarios para poder apreciar la naturaleza y efectos de la operación.

5. Con carácter previo a la presentación de la notificación podrá formularse consulta al Servicio sobre si una determinada operación supera los umbrales mínimos de notificación obligatoria previstos en el apartado 1 del artículo 14 de esta Ley.

6. La notificación de las operaciones de adquisición de acciones admitidas a negociación en una bolsa de valores cuando, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 60 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, sea preceptiva la realización de una oferta pública de adquisición, será objeto de procedimiento específico determinado reglamentariamente.

Como explica ZURITA (2002), esta norma venía a alterar los plazos de las OPAs al no permitir que en una OPA autorizada por la CNMV su pudiesen publicar los anuncios ni comenzar los plazos de aceptación hasta que hubiese recaído resolución expresa o tácita de las autoridades de la competencia[289]. Desde su aprobación, en junio del año 2000, hasta que dicho cambio fue también incorporado a la normativa de OPAs mediante el Real Decreto 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 las concentraciones económicas, ZURITA (2002) hablaba de una «modificación indirecta», al cambiar la normativa de OPAs por cambios en una norma que no era propiamente relativa a las mismas. Sin embargo, con el Real Decreto 1443/2001 dicha reforma «indirecta» pasaba a ser «directa».

[289] Si bien la propia norma permitía alguna flexibilidad «previa ponderación de los perjuicios que de la suspensión se puedan derivar para la operación, y de los que de su ejecución se puedan generar para los competidores o para la libre concurrencia».

En cualquier caso la revisión fue ampliamente criticada por la prensa económica al ser considerada «como intervencionista, creadora de complejidad y dilación, y como limitadora de la agresividad de las OPAs». Sin embargo, a nuestro juicio, y coincidiendo con la doctrina posterior, el elemento crítico que debía primar era la coordinación, favoreciéndose, en palabras de MAILLO (2009) «normas y mecanismos de coordinación que favorezcan, en la medida de lo posible, un desarrollo armonioso […] así como una aplicación simultánea o escalonada de las tres normativas[290] lo más respetuosa posible con los objetivos que cada una de ellas defiende»[291].

Junto a esta crítica es importante también mencionar la que se produjo por la divergencia que se producía entre operaciones sometidas al régimen español de concentraciones y Defensa de la Competencia y las sometidas al Derecho comunitario europeo. En este sentido, junto a ZURITA (2002), cabe ver cómo ORTIZ (2002) incluía dentro de las «principales dificultades manifestadas en la aplicación de la normativa vigente» a «la inseguridad jurídica (y discriminación con respecto del ámbito nacional) que crea el no poder condicionar una OPA al visto bueno de las autoridades de competencia comunitarias»[292].

---

[290] MAILLO (2009) se refiere no sólo a la coordinación de la normativa sobre OPAs y sobre Defensa de la Competencia sino también a las regulación sectorial específica que se da en sectores como, por ejemplo, el energético, con un papel relevante de la CNE en la autorización de operaciones, telecomunicaciones, con la CNT, o bancario, con el Banco de España.

[291] MAILLO, J. (2009). "OPAs y Defensa de la Competencia". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 815-870). Barcelona: Bosch. Junto con él, para este tema es de interés SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1995). "Ofertas públicas de adquisición y Defensa de la Competencia". En "*Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta*" (Vol. 3, pp. 3371-3394). Valencia: Tirant Lo Blanch; GUERRA MARTÍN, G. (2004a). "*Control conjunto y Derecho de OPAs*". Madrid: Civitas; y ALONSO UREBA, A. (1992). "Incidencia en el régimen sobre ofertas públicas de adquisición del Derecho Comunitario sobre control de operaciones de concentración". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 259-300). Bilbao: Editorial Deusto.

[292] ORTIZ, A. (Noviembre de 2002). "Reforma del Marco Legal de las OPAs en España. Revisión de las principales dificultades manifestadas en la aplicación de la normativa vigente". *Capital & Corporate* , pp. 37-38.

Un estudio sistemático de la problemática suscitada por la divergencia en el tratamiento de operaciones sujetas al control de concentraciones nacional y operaciones sujetas al control comunitario puede consultarse en IZA, A., CANTOS, F. y FRANCO, D. (2002). "Legislación de control de concentraciones y OPAs: reflexiones a favor de una nueva reforma". *Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia* (221), pp. 94-101.

Como mencionábamos anteriormente, esta reforma es muy importante de cara a nuestro estudio ya que es un nuevo ejemplo de influencia del sector eléctrico en la normativa de OPAs. Como bien explica ZURITA (2002), «estando vigente este régimen se produce una OPA, en la primavera de 2000, de Unión Fenosa competidora de la de TXU sobre Hidrocantábrico, y TXU desiste de la suya. La única que permanece vigente es la de Unión Fenosa que, al parecer, va recibiendo un volumen considerable de aceptaciones, pero antes de que concluya el plazo de aceptación el gobierno se opone a la operación y Unión Fenosa tiene que desistir. A los pocos días el gobierno, por medio del Real Decreto-ley 6/2000, de 26 de julio, altera de nuevo el régimen de control de las concentraciones […]». En este mismo sentido se pronuncia FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006) al considerar que «la modificación normativa de julio de 2000 viene de nuevo condicionada por factores episódicos, esta vez anudados al régimen de control de concentraciones y al nuevo sistema de notificación obligatoria y previa. Su introducción era por otro lado la respuesta a la OPA formulada en la primavera de ese mismo año por Unión Fenosa, competidora de *Texas Utilities* sobre Hidrocantábrico».

2.5.3.5.- Reformas indirectas [293]

Antes de entrar en la reforma de 2003, de mayor calado que las vistas hasta ahora, es interesante analizar también otras reformas que tuvieron que ver no con alteraciones del propio Real Decreto 1197/1991 sino con normas diferentes pero con influencia sustancial en la regulación de las OPAs en el mercado español.

[293] Como ya hemos mencionado anteriormente ZURITA (2002) se refería a tres reformas «indirectas», la producida por el cambio en la Ley de Defensa de la Competencia; la producida por la modificación del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores referente a los conceptos de grupo y de control; y la producida por la reforma del Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias. Sin embargo, como ya hemos mencionado anteriormente, la reforma de la Ley de Defensa de la Competencia fue incorporada al Real Decreto 1197/1991 con posterioridad a la publicación del artículo de Zurita, por lo que hemos dejado de considerarla como una reforma indirecta para considerarla una reforma directa.

En primer lugar hay que mencionar la reforma del artículo 4 de la Ley del Mercado de Valores. Dicha reforma, introducida a través de la Ley 13/1992, de 1 de junio, de recursos propios y supervisión en base consolidada de las entidades financieras, fue estudiada en detalle por MARTÍNEZ MACHUCA (1999)[294] y venía a admitir la posibilidad de un control ejercido «por una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto». Dicha reforma fue muy criticada, entre otros motivos, al venir a mezclar, dentro de un texto referido a consolidación de cuentas, el concepto de control de la Ley del Mercado de Valores.

En segundo lugar hay que mencionar la reforma introducida en el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias[295], por el Real Decreto 2590/1998, de 7 de diciembre, sobre modificaciones del régimen jurídico de los mercados de valores[296]. Básicamente se asimilaron a la adquisición de acciones los pactos o acuerdos de sindicación de voto, mediante la modificación del artículo 2 del Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, anteriormente citado:

> Se asimilará a una adquisición de acciones la celebración de acuerdos o convenios con otros accionistas en virtud de los cuales las partes queden obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la Sociedad. La ruptura o modificación de dichos acuerdos o convenios deberá ser también objeto de comunicación.
>
> En el supuesto de celebración de los acuerdos o convenios, a que se refiere el párrafo segundo del apartado 1 anterior, tendrá la consideración de titular aquella

[294] MARTÍNEZ MACHUCA, P. (1999). "El fenómeno del control o de la dependencia entre las sociedades". *Revista de Derecho de Sociedades* (12), pp. 210-229.

[295] BOE nº 73, de 26 de marzo de 1991.

de las partes celebrantes que posea previamente el mayor número de derechos de voto.

Es difícil ver en esta reforma una gran relación con el sector eléctrico. Sin embargo resulta interesante como en el comentario que hace ZURITA (2002) de la misma, al analizar el caso de concertación en la adquisición de acciones sin concertación en el voto, se pone una vez más un caso relacionado con el sector eléctrico: la adquisición de forma concertada por *Texas Utilities* y *Electrabel* del 20% de Hidroeléctrica del Cantábrico puesto a la venta por La Caixa y Banco Sabadell. Al ser el paquete de ésta superior al que podría comprar TXU sin lanzar una OPA, sólo una parte fue comprada por la eléctrica americana, comprando el restante 10% la belga *Electrabel*. Ambas empresas, adicionalmente, firmaron un acuerdo por el cual cada uno ejercitaría los derechos de voto correspondientes a su participación de forma completamente independiente. La duda que surgió en el momento era hasta qué punto esta situación quedaba incluida dentro del supuesto de concertación que obligaba a una OPA según la normativa anteriormente vista. Si bien el proceso posterior de OPAs competidoras puso fin a cualquier polémica, ZURITA (2002) claramente se inclinaba a considerar que no era un supuesto de los anteriormente mencionados ya que «la concertación relevante a estos efectos sería aquella que obliga a las partes concertadas a adoptar una política común duradera en la gestión de la sociedad de que se trate, mediante un ejercicio coordinado de los derechos de voto de que dispongan las partes concertadas».

2.5.3.6.- Reforma de abril de 2003

Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, por el que se modifica el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores[297].

[297] BOE nº 88, de 12 de abril de 2003.

La reforma de la regulación de OPAs del año 2003 fue, hasta el año 2007, la reforma más importante llevada a cabo sobre el Real Decreto 1197/1991, tanto por la cantidad de elementos reformados como por el calado de las reformas[298].

En el momento de aprobarse esta reforma, en octubre de 2002, había sido ya presentada por la Comisión Europea una nueva propuesta de Directiva europea sobre OPAs, que en aquel momento parecía que podría aprobarse en el año 2003. Ello hacía previsible que fuese necesaria una revisión mucho más completa de la regulación española sobre OPAs que la presente reforma, una vez que la Directiva apuntaba a un modelo de OPA obligatoria total y *a posteriori*, frente al modelo histórico español de una OPA obligatoria parcial y *a priori*. Sin embargo, como afirmaba el Consejo de Estado en su Dictamen[299] sobre esta reforma, «se ha preferido modificar en aspectos concretos el régimen vigente y esperar a la aprobación del texto comunitario para llevar a cabo la completa reforma del régimen de ofertas públicas de adquisición».

Debido a los numerosos cambios introducidos con este Real Decreto, junto con las modificaciones concretas, es útil citar también los objetivos de la reforma tal y como los expuso el legislador en la Exposición de Motivos del Real Decreto 432/2003:

> El Congreso de los Diputados, con fecha 1 de octubre de 2002, aprobó por unanimidad una proposición no de ley relativa a las ofertas públicas de adquisición de valores, con el objetivo fundamental de mejorar la protección del accionista minoritario cuando se producen cambios de control en las sociedades cotizadas en

[298] Un análisis crítico de dicha reforma puede verse en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2006). "Cambios de control y obligación de OPA". En RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "*Derecho de sociedades anónimas cotizadas*" (Vol. 2, pp. 1343-1380). Madrid: Aranzadi; y en SALAZAR, L. (2003). "Modificaciones introducidas en el régimen jurídico de las OPAs por el Real Decreto 432/2003". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*91), pp. 229-247.

[299] CONSEJO DE ESTADO (2003). "Dictamen del Consejo de Estado. Número de expediente 948/2003". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

bolsa, instando al Gobierno a que se introdujeran en la normativa reguladora de dichas ofertas las siguientes medidas:

1.- Extender la obligación de realizar OPA para quien pretenda adquirir el control de una sociedad sin alcanzar el 25% de su capital, regulando las condiciones objetivas que habrán de tomarse en cuenta para determinar la referida pretensión, tales como el nombramiento, ya sea directo, indirecto o en concierto, de un porcentaje relevante de los miembros de su órgano de administración.

2.- Regular el porcentaje mínimo de valores al que deba dirigirse la OPA cuando se pretenda adquirir el control de una sociedad sin alcanzar el 25% de su capital.

3.- Obligar a lanzar una OPA, garantizando un precio mínimo de la oferta, a quien, sin haberla realizado en el momento de adquirir una participación significativa en el capital de una sociedad cotizada, de modo sobrevenido haya tomado el control de esa sociedad nombrando posteriormente un porcentaje relevante de miembros del órgano de administración, y pagado, en su caso, una prima de control por las acciones adquiridas.

4.- Admitir en nuestro Derecho la posibilidad de que las OPA se presenten de forma condicionada como mecanismo para luchar contra el blindaje de los equipos directivos de las sociedades cotizadas, lo que exige establecer, con carácter general, una regulación precisa, en beneficio de la seguridad jurídica, en relación con los blindajes de las OPA sometidas a condición.

5.- Extender las posibilidades de mejorar la oferta en las OPA competidoras, favoreciendo que los accionistas minoritarios se beneficien siempre de los mejores precios.

6.- Revisar los porcentajes de capital a los cuales debe extenderse la OPA en la sociedad para minimizar los supuestos en los que los accionistas minoritarios que quieren acudir a la OPA se vean obligados a acudir al prorrateo porque no pueden vender todas sus acciones.

7.- Revisar los procedimientos de presentación y autorización de la OPA para garantizar que no existan fugas de información privilegiada.

Por lo tanto, cabe ver los diferentes cambios introducidos en la reforma de 2003 atendiendo a diferentes temas: nuevos umbrales de OPA obligatoria y nuevos criterios, OPAs con condición, OPAs competidoras o procedimiento.

A.- Nuevos umbrales para el lanzamiento de OPA obligatoria

La regulación en vigor hasta el año 2003 seguía el sistema de OPA obligatoria parcial y *a priori*. Si bien era evidente ya en el año 2003 que la normativa europea avanzaba hacia un modelo diferente, la reforma española de 2003 se mantuvo aun dentro de la filosofía tradicional en la regulación española hasta ese momento.

Hasta el año 2003, existían tres supuestos básicos de OPA obligatoria:

- adquisición de una participación igual o superior al 25% del capital de la sociedad afectada, que obligaba a realizar una oferta sobre un número de valores que representase al menos el 10% del capital de la sociedad afectada;

- adquisición de valores que representen al menos el 6% del capital de la sociedad afectada, en un periodo de 12 meses, cuando ya se posea una participación de entre el 25% y el 50%. En este caso se obligaba a realizar una oferta sobre un número de valores que representase al menos el 10% del capital de la sociedad afectada;

- adquisición de una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad afectaba, que obligaba a realizar una oferta sobre un número de valores que representase al menos el 75% del capital de la sociedad afectada;

La reforma del año 2003 vino a ampliar los supuestos en los que una OPA era obligatoria, vinculándose la obligación, en los casos en los que la participación que se pretendiese adquirir a la designación o a la intención de designar un determinado número de miembros del órgano de administración de la sociedad afectada. Dicho cambio[300] fue consecuencia, en varios supuestos «escandalosos» acontecidos en el año 2002 y que «demostraron que se podía adquirir el control real de una sociedad cotizada –y, por ello, pagar primas de control manifiestas– sin necesidad de alcanzar o sobrepasar la participación significativa –situada en el 25% del capital con voto de la sociedad afectada– que entonces desencadenada la obligación de formular una OPA»[301]. Una vez más es fácil vincular una reforma relevante –que de hecho en su esencia todavía perdura en nuestro ordenamiento jurídico y es una nota diferenciadora del régimen de OPAs español con respecto al de nuestros vecinos– con lo sucedido en casos muy concretos, si bien en este caso ajenos al sector eléctrico. Tras la reforma, los casos de OPA obligatoria quedaban ahora definidos de la siguiente forma:

a) Supuestos que ya existían en la regulación originaria:

- adquisición de una participación igual o superior al 25% del capital de la sociedad afectada, que obligaba a realizar una oferta sobre un número de valores que representase al menos el 10% del capital social de la sociedad afectada;

[300] «Este galimatías de nuevos supuestos de OPA obligatoria», en acertadas palabras de LÓPEZ MARTÍNEZ, M. (2003). "Principio de legalidad y reforma del Reglamento de OPAS". *Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (4), pp. 1499-1503.

[301] Ver TAPIA, A. J., ALONSO, C. y RODRÍGUEZ, I. (2010). "OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 161-326). Barcelona: Bosch. Los casos concretos que se dieron en 2002 y que llevaron a esta opción por parte del regulador fueron básicamente la compra por parte de ACS al Banco Santander Central Hispano del 23,5% de Dragados a un precio de 22,22 euros por acción mientras las acciones cotizaban en bolsa a 14 euros por acción. Adicionalmente BAMI compró al Banco de Bilbao Vizkaya Argentaria ("BBVA") el 23,9% de Metrovacesa por 36,55 euros por acción cuando las acciones cotizaban a 23 euros por acción. Y, finalmente, la compra por Sacyr al Banco Santander Central Hispano del 24,5% de Vallehermoso por 15 euros por acción cuando sus acciones cotizaban a 11,49 euros por acción. Estos casos aparecen también mencionados en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006) y en SALAZAR (2003).

- adquisición de valores que representen al menos el 6% del capital de la sociedad afectada, en un periodo de 12 meses, cuando ya se posea una participación de entre el 25% y el 50%. En este caso se obligaba a realizar una oferta sobre un número de valores que representase al menos el 10% del capital social de la sociedad afectada;

- adquisición de una participación igual o superior al 50% del capital social de la sociedad afectada, si bien en este caso la reforma vino a exigir que la oferta tuviese que ser por el 100% del capital social de la sociedad afectada y no por el 75% exigido con anterioridad a la reforma;

b) Nuevos supuestos[302]:

Junto con la ya mencionada reforma de que en el caso de alcanzarse o superarse el umbral del 50% del capital social de la empresa afectada la oferta tuviese que dirigirse al 100% del capital social y no al 75%, la reforma de 2003 introdujo los siguientes supuestos adicionales de OPA obligatoria:

- cuando se pretenda adquirir una participación inferior al 25% del capital, se deberá lanzar una OPA sobre un número de valores que represente al menos el 10% del capital social de la sociedad afectada cuando sin llegar a adquirirse el 25% del capital social «se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje

[302] Es interesante a este respecto como frente a los casos «escandalosos», mencionados anteriormente, autores como SÁNCHEZ-CALERO y TAPIA (2002) proponían, frente a los nuevos supuestos de OPA obligatoria finalmente introducidos en la reforma del año 2003, «introducir un elemento de corrección» mediante la atribución a la CNMV de mayor poder para apreciar casos en los que sin llegarse al umbral del 25% hubiese efectivamente un cambio de control. Es interesante esta propuesta en cuanto que una de las principales críticas al Real Decreto 1197/1991 fue siempre el elevado margen de discrecionalidad del que disponía la CNMV, viniendo esta propuesta a ahondar en dicha problemática.

señalado, permita designar un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de un tercio y menos de la mitad más uno de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada» y, simultáneamente, «se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo a)», es decir más de un tercio y menos de la mitad.

- cuando se pretenda adquirir una participación inferior al 50% del capital, se deberá lanzar una OPA sobre el 100% del capital social de la sociedad afectada cuando sin llegar a adquirirse el 50% del capital social «se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada» y, simultáneamente, «se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo anterior», es decir más de la mitad.

Adicionalmente, se introducen en la legislación española supuestos de OPA obligatoria *a posteriori* en el caso de que «el adquirente haya designado el número de consejeros señalado anteriormente en los 24 meses siguientes a la adquisición». Para este caso, «la solicitud de autorización de la oferta deberá presentarse en el plazo de dos meses» y «el precio de la oferta no podrá ser inferior al que se establecería de acuerdo con los criterios del artículo 7[303], ni, en su caso, al más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o persona que actúen en concierto con él en los 12 meses previos a dicha solicitud».

[303] Es decir, los establecidos para el caso de OPA de exclusión.

Finalmente la reforma estableció una serie de presunciones *iuris tantum* sobre la intención del adquirente de designar consejeros o que la designación ha sido efectivamente promovida por él, que quedaron recogidas en la nueva redacción del artículo 3.9:

- Cuando el consejero haya sido nombrado por el titular de la participación significativa o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo en ejercicio de su derecho de representación proporcional.

- Cuando los nombrados sean consejeros, altos directivos, empleados o prestadores no ocasionales de servicios al titular de la participación significativa o sociedades pertenecientes a su mismo grupo.

- Cuando el acuerdo de nombramiento se haya adoptado contando con los votos a favor emitidos por el titular de la participación significativa o por sociedades pertenecientes a su mismo grupo, o por los miembros del órgano de administración designados con anterioridad por dicho titular[304].

- Cuando el nombrado sea el propio titular de la participación significativa de que se trate o una sociedad perteneciente a su mismo grupo.

- Cuando en la documentación societaria en la que conste el nombramiento, incluyendo las actas, certificaciones, escrituras públicas u otra documentación elaborada para obtener la inscripción registral, en la información pública de la sociedad afectada o del titular de la participación significativa de que se

[304] Lo que en la práctica venía a implicar la imposibilidad de participar en la votación en la Junta General sobre el nombramiento de cualquier consejero.

> trate, o en otra documentación de la sociedad afectada, el titular de la participación significativa asuma que el consejero ha sido designado por dicho titular, o que lo representa o es consejero dominical en la sociedad afectada por su relación con aquel.

En cualquier caso, es importante subrayar cómo uno de los aspectos más polémicos sobre la nueva normativa fue la importante ampliación de supuestos de OPA obligatoria introducidos frente a la anterior reforma y su cabida dentro del sucinto artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores, una vez que ésta sólo establecía la obligación de OPA cuándo se alcanzase una «participación significativa en el capital de la sociedad afectada». A esta polémica no fue ajeno el Consejo de Estado, que consideró para que la reforma tuviese cabida dentro de la redacción vigente del artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores, los artículos 1.5 y 6.b) y 3.5 y 6 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores fuesen modificados «en el sentido de vincular la obligación de formular OPA a la adquisición de un determinado porcentaje de capital que podría considerarse significativo y que podría ser del 5%, que define la obligación de declarar participaciones significativas (tal y como se establece en la redacción proyectada del artículo 1.9)»[305]. Dicha recomendación, de carácter esencial a los efectos de los dispuesto en el Reglamento Orgánico del Consejo de Estado, fue recogida e incorporada por el regulador[306]. A pesar de la solución a este problema aportada por el Consejo de Estado, las críticas a dicha reforma han sido relevantes, y en este sentido destaca FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006) al considerar que «la norma tipifica un factor desencadenante de OPA obligatoria no previsto en el artículo 60 de la Ley del

[305] CONSEJO DE ESTADO (2003). "Dictamen del Consejo de Estado. Número de expediente 948/2003". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

[306] El texto definitivo del artículo quedó redactado de la siguiente forma: «que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar un número de consejeros que [...]».

Mercado de Valores, que es la disposición legal objeto de desarrollo reglamentario»[307].

Es importante subrayar también a este respecto cómo la introducción de estos supuestos alternativos, de naturaleza cualitativa y no cuantitativa[308], a la adquisición de una participación significativa (si bien debían al menos ir en paralelo con una participación de al menos el 5% tras la recomendación del Consejo de Estado), o dicho de otro modo, la presunción de adquisición de control basada en la designación de consejeros, introducida en la reforma de 2003, es completamente novedosa en los países de nuestro entorno y en su esencia se ha mantenido en la regulación española tras reformas posteriores tan importantes como la acaecida en el año 2007 a pesar de importantes críticas como la realizada por SÁNCHEZ-CALERO (2009) al considerar que «acusa una grave desviación dentro de nuestro ordenamiento societario que establece que el nombramiento de los administradores es una competencia de la Junta General (artículo 123 de la Ley de Sociedades Anónimas), con las excepciones previstas en los artículos 137 (relativo al sistema proporcional) y 138 (de cooptación por el propio Consejo de Administración) pero, como es sabido, no se encuentra entre dichas excepciones que el titular de la participación pueda designar a la mayoría de los miembros del órgano de administración»[309]; o por PAREDES y DE CARLOS (2007) por «su falta de practicidad»[310]. Otra crítica importante ha sido su dificultad interpretativa[311].

---

[307] En el mismo sentido se puede ver LÓPEZ MARTÍNEZ, M. (2003). "Principio de legalidad y reforma del Reglamento de OPAS". *Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (4), pp. 1499-1503.

[308] Así lo califican autores como FARRANDO, I. (2010). "Los indicadores de la adquisición de control y el deber de formular una OPA obligatoria". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "Derecho de OPAs" (pp. 71-84). Valencia: Tirant lo blanch; o GUERRA MARTÍN, G. (2006b). "La consideración de una situación de control conforme a la normativa sobre concentraciones económicas como presupuesto de la obligación de formular una OPA". *Revista de Derecho de Sociedades* (26), pp. 381-388.

[309] «Ciertamente la práctica nos demuestra la degradación del poder de la Junta General en las grandes sociedades, pero no parece admisible que un precepto de nuestro ordenamiento reconozca en teoría ese poder a cualquier persona física o jurídica dentro del régimen de una sociedad anónima con el resultado de desposeer a la Junta General de tal facultad», continuaba el texto mencionado.

[310] PAREDES, C. y DE CARLOS, L. (2010). "Análisis de la nueva normativa de OPAs". Papeles de la Fundación (21-50), donde consideran que son escasos los casos en los que «un accionista con menos de 30% del capital y sin pactos o convenios con otros socios, controle efectivamente el consejo de administración».

[311] En este sentido SALAZAR, L. (2003). "Modificaciones introducidas en el régimen jurídico de las OPAs por el Real Decreto 432/2003". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*91), pp. 229-247; o GUERRA MARTÍN, G. (2004a). "*Control conjunto y Derecho de OPAs*". Madrid: Civitas.

Entre las críticas positivas cabe destacar la de FARRANDO (2010) al considerar que «el reconocimiento de esta modalidad de adquisición de control merece un juicio positivo si se pretende evitar que el inmóvil umbral legal con que contamos, y que no discrimina la situación particular de cada compañía, permita que se lleven a cabo efectivas transferencias del control no sujetas a formulación de una OPA obligatoria».

B.- OPAs con condición

La posibilidad de realizar OPAs condicionadas fue uno de los principales cambios introducidos por esta reforma. Hasta ese momento las únicas condiciones posibles eran la aceptación por un mínimo de accionistas o la aprobación por las autoridades de la competencia[312]. Este tema era ya ampliamente tratado por la doctrina ya desde 1984, cuando se establece la irrevocabilidad de la oferta pero no se entraba a fondo en la posible condicionalidad o, en palabras de FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006), «dejaba imprejuzgado el contenido de la prestación», una vez que «el hecho de que el oferente no pueda revocar la oferta, no excluye que esta última se quede sin efecto si no se cumple la condición, esto es, si no se produce el hecho externo a la voluntad del oferente previsto en la formulación de la oferta».

La nueva regulación aprobada en 2003 permitía «someter la eficacia de las ofertas públicas de adquisición a condiciones cuyo cumplimiento implica la

[312] Sobre la discusión teórica de si era posible una OPA condicionada es interesante la argumentación de SÁNCHEZ CALERO (2009) que critica la visión de la CNMV hasta la reforma del 2003 al considerar, por un lado que era una confusión entre los conceptos de irrevocabilidad y sometimiento a condición y, en segundo lugar, como la CNMV parecía aplicar la norma de Derecho Administrativo de que «se entiende por prohibido todo aquello que no esté permitido», a pesar de que este principio se debe aplicar a la administración, que no al administrado. Sobre este tema destacan, junto al mencionado FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006), entre otros, GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2000). "¿Cabe formular una OPA bajo condición?". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (4), pp. 1566-1577; que defiende también su admisibilidad a pesar del criterio contrario en la práctica de la CNMV e incluye un interesante análisis de Derecho Comparado; o VALPUESTA, E. (1994). "Irrevocabilidad, modificación y cese de efectos de la OPA". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*56), pp. 871-924. ZURITA (2002) defiende la tesis contraria a tenor del análisis del artículo 24 del Real Decreto 1197/1991, si bien abre la puerta considerando que en el caso de que se admitiesen, «sería necesario que el plazo para su cumplimiento fuera menor que el plazo para la aceptación de la oferta con el fin de no perturbar el buen funcionamiento del mercado […]».

adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada», en la nueva redacción dada al artículo 21. Es decir, se permiten condiciones adicionales, si bien las condiciones están básicamente relacionadas como mecanismos para luchar con los blindajes de las sociedades afectadas por una OPA. Junto con esta nueva posibilidad, se alteraban otras normas influenciadas por éste cambio. Así , en el caso de ofertas condicionadas, «la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar el plazo previstos en el anterior apartado 1, con objeto de que la sociedad afectada pueda celebrar una Junta General para que el Consejo de Administración informe a los accionistas sobre las condiciones de la oferta y, en su caso, se adopten los acuerdos que correspondan», según la nueva redacción del artículo 3. Adicionalmente fueron modificados el artículo 24 y el artículo 30 de forma que se pudiese desistir cuando las condiciones no se hubiesen cumplido, salvo que el oferente renunciase a ese cumplimiento y que, en caso de desistimiento por no cumplirse las condiciones, se devolviesen, por parte de las entidades o personas que hubiesen recibido las aceptaciones, los documentos acreditativos de la titularidad de los valores que les hubiesen sido entregados. Adicionalmente se modificó el artículo 15 con el objeto de que entre las características de la oferta, en el folleto constasen «todas las demás condiciones a las que ésta sujeta la oferta».

A pesar de que la opinión de la doctrina era favorable a las OPAs sujetas a condición, lo cierto es que esta reforma para introducir la posibilidad de ofertas condicionadas está directamente vinculada con lo acontecido en el sector eléctrico. Ante los relevantes blindajes con los que contaba el equipo directivo de Hidroeléctrica del Cantábrico, *TXU Europe* (España), S.L. (filial de *Texas Utilities Europe*) presentó en marzo de 2000 una oferta sometida a condiciones relacionadas con la eliminación por la Junta General de ciertas cláusulas de blindaje, incluyendo la limitación estatutaria al número de votos que un mismo accionista podía emitir[313]. Dicha oferta condicionada no llegó a ser aprobada por

[313] En concreto la oferta contenía «determinadas condiciones específicas que se detallan en el folleto explicativo, cuya finalidad es garantizar que tras la adquisición de, al menos el 51% de Hidrocantábrico, el Oferente podrá ejercer el derecho de voto correspondiente a dicha participación, así como revocar una emisión de obligaciones convertibles con *warrants* cuya efectividad se ha condicionado precisamente a la presentación de una OPA sobre Hidrocantábrico», según

la CNMV, que no se pronunció formalmente sobre el tema[314], ya que TXU desistió de su oferta poco tiempo después tras presentar Unión Fenosa una oferta a un precio superior a la de *Texas Utilities*. La oferta de Unión Fenosa también estaba condicionada, si bien de forma indirecta, ya que se articulaba la condición mediante la ya regulada posibilidad de condicionar la oferta a un mínimo de aceptaciones. En este sentido, la oferta de Unión Eléctrica Fenosa estaba inicialmente condicionada la oferta era el 80%, si bien, en el supuesto de que la Junta General de Accionistas de Hidroeléctrica del Cantábrico hubiera aprobado con anterioridad al final del período de aceptación de la oferta la eliminación de determinadas restricciones que dificultaban la toma de control por un nuevo accionista[315], la condición sería reducida del 80% al 51%. Ésta condición «indirecta» fue aceptada por la CNMV[316].

---

el Hecho Relevante publicado por *TXU Europe* (España), S.L. en la CNMV con fecha 13 de marzo de 2000. Explica además, GARCÍA DE ENTERRÍA (2000), que la oferta de TXU estaba condicionada a que «durante el plazo de aceptación de la misma la Junta General de Accionistas de Hidrocantábrico adoptase tres acuerdos distintos: supresión de la previsión estatutaria que limitaba al 10% del capital el número máximo de votos a emitir por cualquier accionista; eliminación también de la cláusula de los estatutos que vinculaba el nombramiento como administrador o como presidente del consejo de administración al cumplimiento de determinados requisitos de antigüedad en tanto que accionista o consejero, respectivamente; y revocación por la Junta de un acuerdo de emisión de obligaciones convertibles en acciones y warrants adoptado en 1992, que se encontraba condicionado en cuanto a su efectividad al lanzamiento de una OPA sobre la sociedad y al éxito de la misma [...]. De igual forma, y aunque no se formulase exactamente como condición, la sociedad oferente se reservó el derecho de desistir de la oferta en el supuesto de que durante el periodo de aceptación las autoridades de la Unión Europea [...] denegasen la autorización de la operación, no se pronunciasen sobre la misma, iniciasen una fase de investigación o impusiesen condiciones que impidiesen alcanzar el resultado perseguido con la OPA».

[314] Como bien explica ZURITA (2002), «aun cuando la cuestión no tuvo que ser resuelta formalmente por la CNMV ya que cuando estaba siendo objeto de examen Unión Eléctrica Fenosa presentó una oferta mejor sobre los mismos valores y TXU retiró su solicitud; sin embargo, trascendió que la CNMV mantenía una actitud contraria a su admisión por entenderla incompatible con el Real Decreto 1197/1991».

[315] Básicamente la Junta General de Accionista debía aprobar: (1) la eliminación de las restricciones estatutarias sobre limitaciones de derecho de voto (10%); (2) la eliminación del requisito de antigüedad para ser consejero o presidente; y (3) la revocación de la emisión de obligaciones convertibles con *warrants* acordada por la Junta General de Accionistas de mayo de 1992.

[316] Con respecto al tema de OPAs condicionadas, es preciso también incluir en la casuística previa la OPA lanzada en el año 1987 por el Banco de Bilbao sobre el Banco Español de Crédito, mencionada por GARCÍA DE ENTERRÍA (2000), sujeta también a condición -en este caso, la adopción de un aumento de capital por la Junta de accionistas de la sociedad oferente-, e igualmente denegada. En cualquier caso parece a todas luces evidentes que el impacto de esta operación -datada en 1987, es decir, antes incluso que el Real Decreto 1197/1991- fue nulo en la reforma del año 2003. Sobre esta operación puede consultarse VALUPUESTA, E. (1988). "Consideraciones sobre la OPA que ofrece como contraprestación acciones a emitir: ¿supone una condición potestativa?". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*31), pp. 597-618.

Como bien menciona MARTÍN (2007)[317] al respecto de la reforma de 2003 sobre las OPAs condicionadas, «el Real Decreto olvidó o no quiso incluir en el catálogo la condición de la autorización de la operación por los órganos de Defensa de la Competencia comunitarios. Se perpetuaba así un absurdo histórico: si una OPA tenía dimensión española, el opante podía condicionar la OPA a la luz verde de Madrid. Con dimensión comunitaria el opante se la jugaba».

C.- OPAs competidoras

Otra de las modificaciones introducidas por la reforma de abril de 2003 directamente relacionadas con la experiencia en el sector eléctrico[318] –de nuevo en la batalla por Hidroeléctrica del Cantábrico que se extendió entre 2000 y 2001– es lo relativo a ofertas competidoras[319].

Dentro del epígrafe de OPAs competidoras habría que analizar diferentes modificaciones:

a) Plazos. Frente a la normativa previa, que requería que la oferta competidora fuese presentada quince días[320] después de la

[317] MARTÍN, T. (2007). "*OPAs bajo condición en el nuevo régimen*". IE Law School. Madrid: Cátedra José María Cervelló.

[318] Es justo en este sentido subrayar que, a pesar de que la gran mayoría de la doctrina vincula esta reforma sobre OPAs competidoras con lo acontecido con Hidrocantábrico, SÁNCHEZ-CALERO y TAPIA (2002) lo relacionan también con la batalla por el control de Ibérica de Autopistas (Iberpistas) en el año 2002, con una oferta inicial por parte de ACESA a 11 euros por acción sobre el total del capital -salvo el 8% ya en sus manos- y una oferta competidora por parte de Aurea a 13 euros por acción o, alternativamente, 14 nuevas acciones de Aurea por cada 29 acciones de Iberpistas. Ver en SÁNCHEZ-CALERO, J. y TAPIA, A. J. (2002). "Las OPAs en el mercado español". *Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores* (6), pp. 66-82.

[319] Para un análisis histórico de la evolución de la regulación sobre las ofertas competidoras en España, ver CONDE VIÑUELAS, V. y GONZÁLEZ MOSQUEIRA, P. (2010). "La reforma del régimen de ofertas competidoras". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 557-592). Valencia: Tirant lo blanch y SÁNCHEZ CALERO, F. (2009). "*Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*". Madrid: Civitas. Sobre la regulación de 1991 es interesante, a raiz de lo sucedido en el caso del Encinar de los Reyes, el análisis del régimen de OPAs competidoras de GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1992). "¿Puede anunciarse una OPA futura en concurrencia con otra OPA ya formulada? Notas sobre un caso reciente". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía,* (4), pp. 1086-1092.

[320] La norma no esclarecía si eran 15 días hábiles o naturales.

presentación del anuncio de la última oferta precedente, la nueva normativa establecía un sistema dual por el cual la oferta competidora debía ser presentada «antes de transcurridos los 10 días naturales siguientes al del inicio del plazo de aceptación de la última oferta precedente», pero se establecía un límite al plazo de presentación de ofertas ya que se establecía adicionalmente la condición de que «siempre que no hayan transcurrido más de 30 días naturales del inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial».

b) Cuantía de la mejora. Tras la reforma de 1999, en la que se permitió que la contraprestación de la oferta competidora no tuviese obligatoriamente que ser en dinero, tal y como establecía la norma de 1991, la reforma de 2003 vino a permitir que la mejora en la contraprestación o en la cantidad de valores a que se dirige la oferta no estuviese delimitada a un porcentaje (el 5% de la normativa anterior) y se permitían otro tipo de mejoras, si bien la norma establecía que «cuando la mejora sea distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que la oferta mejora la última precedente».

Pero con respecto a este tema hubo una alteración adicional que, una vez más, estuvo relacionada con lo sucedido en el sector eléctrico. La nueva redacción del artículo 33 establecía en su último párrafo que «en ningún caso se considerará que se produce una mejora cuando la efectividad de la oferta quede condicionada a su aceptación por un número mayor de valores que la última precedente». Ésta redacción venía claramente motivada por lo acontecido en la batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico en el año 2001, cuando el mismo día 6 de febrero

Ferroatlántica presentaba una mejora de su oferta anterior mientras que RWE, horas después presentaba una oferta competidora. Esta situación, que creaba un problema jurídico interesante, una vez que la oferta de RWE era un 5% superior en precio a la precedente lanzada por Adygesinval pero inferior –y por lo tanto no aceptable por la CNMV– al nuevo precio mejorado anunciado por Ferroatlántica, creó un problema diferente a la CNMV. La oferta de Ferroatlántica, si bien era más de un 5% superior a la precedente de Adygesinval (25,80 euros frente a 24 euros por acción), mantenía la condición de su oferta inicial de que era necesario un mínimo de aceptación del 60% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico. La CNMV, ante esta situación, hizo un requerimiento a Ferroatlántica en el que se les comunicaba que «la mejora por Ferroatlántica, S.L. de las condiciones de la oferta […] requería, no sólo la elevación del precio de su oferta en un 5% al menos respecto del precio ofrecido por la competidora, sino que su oferta se extendiese al 100% del capital de Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A. y ofreciese la posibilidad de transmisión de todas las acciones a las que se dirige eliminando la condición a la que se sometía su efectividad»[321]. Ante este requerimiento, Ferroatlántica comunicó que no podía eliminar dicha condición de aceptación mínima y que retiraba la modificación anunciada el 6 de febrero. Esta situación llevó a que el problema teórico que planteaban dos ofertas presentadas el mismo día no fuese tratado finalmente por la CNMV, una vez que no hubo necesidad de ello.

Sin embargo, parece claro que el nuevo párrafo introducido en la reforma de 2003 venía motivado por la situación vivida en la batalla por el control de Hidroeléctrico del Cantábrico, estando la

[321] Hecho Relevante publicado por la Dirección General de Mercados Primarios de la CNMV con fecha 12 de febrero de 2001.

solución legal adoptada en línea con el parecer mostrado por la CNMV dos años antes.

c) Ventaja competitiva del primer oferente y sobres cerrados. La normativa anterior a la reforma de 2003 daba una ventaja competitiva evidente al primer oferente, como se vio, una vez más en la batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico. Según la redacción del artículo 36 hasta ese momento, «Solamente el oferente inicial, si no retira su oferta, podrá modificar sus condiciones […]». Fue esta norma la que una vez que Adygesinval y RWE presentaron sus ofertas competidoras frente a la inicial de Ferroatlántica, les impidió mejorarlas posteriormente aunque tal hubiese sido su deseo, mientras que Ferroatlántica tuvo la posibilidad de mejorar la suya inicial sin limitación alguna.

Para evitar esta asimetría entre los oferentes, la nueva redacción del artículo 36 estableció que «una vez iniciado el plazo de aceptación de la última oferta competidora posible o transcurrido el plazo para su presentación, cualquiera de los oferentes, si no retira su oferta, podrá modificar sus condiciones»[322].

[322] Sobre los beneficios económicos de la «regla del mercado» (el sistema anterior a la reforma) frente a la «regla de la subasta» (el sobre cerrado implementado por la reforma de 2003) destaca el trabajo de SÁEZ LACAVE, M. (2003). "Una aproximación al Derecho de las OPAs competidoras: (A propósito de una reforma reciente)". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*92), pp. 7-47. La autora defiende que el modelo anterior a la reforma era preferible ya que - por analogía en parte con los motivos para proteger las patentes, como método de defender los esfuerzos del investigador-, la regulación de OPAs, en cuanto que dicha regulación tiene la «función de vigilar la actuación de los administradores» (siguiendo a MANNE, H. (1965). "Mergers and market for corporate control". *Journal of Political Economy* (73), 110-120 y a EASTERBROOK, F. y FISCHEL, D. (1981). "The proper role of a target's management in responding to a tender offer". *Harvard Law Review , 94* (6), pp. 1161-1204), debería proteger a aquellos "*raiders*" o vigilantes, en terminología de la propia autora, que «inviertan en información sobre potenciales sociedades-*target*» con el objetivo de maximizar «la prima existente entre el valor de las acciones bajo una dirección eficaz y el valor actual en bolsa». La autora considera, además, que los problemas asociados a la «regla de la subasta» no son tales en el caso de un sistema de OPA obligatoria *a posteriori*, ya que en este caso, el pionero, al haber adquirido previamente una participación en el mercado cuenta con una ventaja sustancial frente al resto de sus potenciales competidores. En la misma línea, si bien su crítica es previa a la reforma de 2003 cabe ver, entre otros a SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992). "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 3-40). Bilbao: Editorial Deusto; o ARRUÑADA, B. (1992). "Crítica a la regulación de OPAs". *Revista de Derecho Mercantil* (203-204), pp. 29-67. En sentido contrario es posible señalar, por

> Adicionalmente, y en línea con la filosofía establecida en términos de plazos de evitar encadenamientos de contraofertas que dilatasen el proceso de OPAs, se estableció que en los casos en que se diese más de una oferta con posibilidad de mejora, se establecería un procedimiento de sobres cerrados, mediante el cual cualquier mejora debería ser presentada «ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores el quinto día hábil a efectos bursátiles en sobre cerrado»[323].

D.- Procedimiento y otras alteraciones

Otras alteraciones relevantes introducidas por la reforma del año 2003 fueron las siguientes:

De cara a evitar las fugas de información privilegiada, la nueva redacción del artículo 16.1 admitió, en el caso de que la garantía presentada se constituyese mediante aval de entidad de crédito, se pudiese presentar la documentación acreditativa dentro de los dos días hábiles siguientes a la notificación del acuerdo de suspensión de la negociación de los valores a los que se dirigía la oferta. Este cambio implicó además un cambio en la redacción del artículo 11.1, al poder darse el caso de que la acreditación de la constitución de las garantías no fuese suficiente. En este caso, «y sin perjuicio de las responsabilidades en que pudiera incurrir el oferente, la oferta se tendrá a todos los efectos por no presentada, haciéndose pública dicha circunstancia». La finalidad perseguida por esta nueva

---

ejemplo a FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2006). "Cambios de control y obligación de OPA". En RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "*Derecho de sociedades anónimas cotizadas*" (Vol. 2, pp. 1343-1380). Madrid: Aranzadi .

[323] Un estudio empírico sobre las OPAs interesante y que entra en detalle en los diversos tipos de ofertas o subastan que pueden darse (inglesa o ascendente, en sobre cerrado al segundo precio, en sobre cerrado al primer precio, u holandesa) puede encontrarse en APARICIO, C. (2007). "*Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*". Monografía nº 20, CNMV, Madrid. Es interesante que entre las conclusiones de dicho estudio considera el autor que en materia de ofertas competidoras «es necesario utilizar subastas al primer precio que, aunque no aseguran la eficiencia del resultado, hacen más probables que surjan competidores».

redacción era, como así reconocieron el Consejo de Estado y el propio legislador en el Preámbulo del Real Decreto, limitar las posibles fugas de información. A pesar de que el Consejo de Estado alertó sobre el hecho de que un plazo tan reducido probablemente haría que los oferentes comunicases a la entidad de crédito correspondiente la operación con alguna antelación a su anuncio público, lo cierto es que el plazo se mantuvo.

Las acciones adquiridas por los miembros de los órganos de administración de una persona jurídica pasan a ser consideradas en todo caso como adquiridas por ésta, frente al modelo de presunción previo. Es decir, se pasa de un modelo de presunción *iuris tantum* a un modelo *iuris et de iure*.

Se incluyeron nuevos supuestos excluidos de la obligación de lanzar OPA (artículo 4). Básicamente quedaban excluidos de la obligación de lanzar una OPA aquellos supuestos en los todos los accionistas de la sociedad renunciasen a la venta o permuta de sus valores en régimen de OPA; los casos de determinadas adquisiciones que fuesen consideradas por el Servicio de Defensa de la Competencia como de control conjunto de la sociedad por parte del adquirente, siempre que concurriesen determinadas condiciones; y, por último, aquellos en los que un sujeto adquiriese una participación significativa como consecuencia de la conversión o capitalización de créditos dentro del convenio alcanzado dentro de un procedimiento concursal. Sin embargo es también destacable la eliminación de un supuesto que previamente se contemplaba: cuando la adquisición de la participación significativa se produjese como consecuencia de la reordenación o reestructuración de sectores económicos.

Dentro de los nuevos supuestos excluidos de la obligación de lanzar una OPA, es interesante para el objeto del presente trabajo la excepción relacionada con el control conjunto (artículo 4.d), ya que, como afirmaba el despacho de abogados Uría & Menéndez ésta era una excepción que «ha levantado ciertas

suspicacias y no se ha librado de las críticas de quienes tratan de buscarle un parentesco con un caso concreto de nuestra vida económica y corporativa»[324].

Un crítica relevante referida a la reforma de 2003 es la realizada por FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006) al considerar que muchos supuestos controvertidos –y lo que es más importante para esta tesis, directamente vinculados a ofertas concretas– seguían sin solución tales como «la posibilidad de adquirir una participación significativa mediante el lanzamiento de una OPA exclusivamente dirigida a los derechos de suscripción preferente», tal y como ocurrió en 1992 en la OPA de Fiat Impresit sobre Construcciones Laín; «la obligación de incluir a los titulares de acciones sin voto en aquellas OPAs dirigidas en principio a adquirir una participación significativa», tal y como aconteció también en el año 1992 en la OPA sobre el Banco Guipuzcoano; o «lo relativo al cómputo de la autocartera del oferente a efectos de determinar el tipo de OPA», tal y como también sucedió en la OPA de Gevisa sobre El Encinar de los Reyes en 1992; o «la posibilidad de hacerse con una posición significativa sin necesidad de formular una OPA, en el curso de un proceso de fusión», tal y como fue el caso de la fusión entre La Unión y el Fénix y la francesa AGF.

SALAZAR (2003), en su análisis sistemático sobre la reforma del año 2003 tiene también una visión negativa al considerar que «la regulación es más compleja que la anterior, a veces difícil de interpretar y defectuosa en su redacción. Esto, unido a la introducción de conceptos jurídicos indeterminados cuya apreciación corresponde a la CNMV, hace que la reforma haya aumentado el poder de decisión de la CNMV en los procesos de OPA y la inseguridad jurídica», viniendo a reforzar críticas que ya se habían hecho al Real Decreto 1197/1991 con

[324] Dicho comentario apareció en el diario Expansión, edición de 15 de abril de 2003. Es posible identificar en diversos autores cómo dicho caso concreto se refería al sector energético y al control conjunto que ejercían en ese momento Repsol y La Caixa sobre la compañía gasista Gas Natural. En este sentido ver DE CÁRDENAS, C. (2009). "Supuestos excluidos de la obligación de formular opa por adquisición de control". Revista de Derecho del Mercado de Valores (5), pp. 201-219.

anterioridad a esta nueva reforma, tal y como puede verse en ARRUÑADA (1992) o en LÓPEZ MARTÍNEZ (2003).

2.5.4.- La reforma de la Ley del Mercado de Valores en 2007 y el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores

Tras la importante reforma de 2003, que, como ya hemos visto, no cambiaba la filosofía básica del Real Decreto 1197/1991 en lo que a OPA obligatoria *a posteriori/priori* se trataba, a pesar de que ya parecían evidentes los nuevos vientos que las propuestas de Directivas parecían avanzar, en abril del año 2007 se modificó la Ley del Mercado de Valores, lo que muestra el calado de la reforma, y ya en julio se publicaba el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, que venía a sustituir completamente el régimen iniciado en el año 1991. La modificación de la Ley del Mercado de Valores venía esencialmente a incorporar «parcialmente»[325] al ordenamiento español dos importantes Directivas que tenían como fin la creación del mercado único financiero: la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición y la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 15 de diciembre de 2004, sobre armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a

[325] En interesante la crítica que a este respecto hizo el Consejo de Estado al considerar que «el hecho de que por el momento únicamente se lleve a cabo una transposición parcial de las directivas citadas resulta, no obstante, especialmente relevante si se tiene en cuenta que el plazo para esa transposición ha expirado ya en un caso (la Directiva de OPAs debería transponerse a más tardar el 20 de mayo de 2006, según dispone el artículo 21) y finalizará en apenas unos meses en otro (según el artículo 31 de la Directiva de transparencia, su transposición debe llevarse a cabo antes del 20 de enero de 2007)». En consecuencia, el Consejo de Estaba recomendaba al legislador que «la obligación estatal de transposición de las directivas comunitarias dentro del plazo concedido al efecto, unida a la inseguridad jurídica que podría generarse con la aprobación de una modificación legal difícilmente aplicable sin su desarrollo reglamentario hacen necesario que éste se lleve a cabo en el menor plazo posible», tal y como finalmente sucedió. CONSEJO DE ESTADO (2006). "*Dictamen del Consejo de Estado. Número de expediente 1551/2006*". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

negociación en un mercado regulado y por la que se modifica la Directiva 2001/34/CE[326].

El punto II del Preámbulo de la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores es interesante de cara a comprender la reforma:

> La Directiva de OPAS es fruto de un largo y complicado proceso de elaboración, que llegó a durar cerca de quince años. Esta Directiva establece un marco mínimo común para la regulación de las ofertas públicas de adquisición de las sociedades cuyas acciones estén, al menos parcialmente, admitidas a negociación en un mercado regulado. Así la Directiva parte de la necesidad de proteger los intereses de los titulares de valores de sociedades cuando éstas sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un cambio de control. Para ello la Directiva incluye una serie de principios que habrán de respetarse en su transposición: todos los accionistas deberán recibir un trato equivalente y deberán contar con tiempo e información suficientes para adoptar una decisión sobre la oferta; el órgano de administración de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto; no deberán crearse falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta; un oferente deberá anunciar una oferta una vez que se asegure de que puede hacer frente íntegramente a la contraprestación a la que se haya comprometido; la sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable.
>
> Además de la necesidad de transponer la Directiva comunitaria, la presente Ley tiene como objetivo modificar algunos aspectos del régimen vigente para garantizar que las ofertas públicas de adquisición se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica.

[326] DOUE nº 390, de 31 de diciembre de 2004.

Es interesante la redacción de este último párrafo ya que viene a reconocer que junto con las modificaciones debidas a la Directiva comunitaria, la nueva normativa sobre OPAs viene a modificar otros aspectos. Y que dichos aspectos (o su ausencia), por lo dicho en el propio Preámbulo, hacían que con la regulación previa (y con la mera transposición de la Directiva) no se pudiese afirmar que existiese un marco legal completo ni total seguridad jurídica. Esta afirmación parece por lo tanto ser un reconocimiento tácito de que con anterioridad a la nueva normativa se habían producido casos concretos en los que el ordenamiento vigente no lograba dar una respuesta satisfactoria. O dicho de otro modo, la casuística había llevado a detectar situaciones que no eran respondidas o reguladas debidamente con base en la normativa previa[327].

Esta situación es aún más evidente al comparar la nueva redacción de las ofertas públicas de adquisición en la Ley del Mercado de Valores con la redacción inicial sobre este asunto. Baste en este sentido con mostrar cómo mientras que la redacción del año 1988 dedicaba a las OPAs apenas tres artículos, el 34, el 60 y el breve 61, la redacción del año 2007 pasaba a ser de cinco artículos (34, 60, 60 *bis*, 60 *ter*, 60 *quáter* y 61) bastante extensos y detallados más el artículo 34, que detallaba las OPAs en casos de exclusión de la negociación.

Artículo 34:

1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá excluir de la negociación a aquellos valores que no alcancen los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación que reglamentariamente se establezcan, y a aquellos otros cuyo emisor no cumpla las obligaciones que le incumban, en especial en materia de remisión y publicación de información. Dicha exclusión se acordará por la

[327] En materia referente a OPAs, la Ley del Mercado de Valores sufrió dos relevantes reformas con posterioridad al ámbito temporal objeto de esta tesis. Dichas reformas se produjeron en la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital y en la Ley 5/2009, de 29 de junio, por la que se modifican la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, la Ley 26/1988, de 29 de julio, sobre disciplina e intervención de las entidades de crédito y el texto refundido de la Ley de ordenación y supervisión de los seguros privados, aprobado por Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, para la reforma del régimen de participaciones significativas en empresas de servicios de inversión, en entidades de crédito y en entidades aseguradoras. Con carácter meramente informativo se han incluido las nuevas versiones de los artículos modificados en materia de OPAs en los anexos de esta tesis doctoral.

Comisión Nacional del Mercado de Valores por propia iniciativa o a propuesta de los organismos rectores de los correspondientes mercados secundarios oficiales. Sin perjuicio de las medidas cautelares que puedan adoptarse, tales acuerdos se tomarán siempre previa audiencia de la sociedad emisora.

2. Cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados oficiales españoles, deberá promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión.

Se asimilarán a la exclusión de negociación aquellas operaciones societarias en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada.

Reglamentariamente se establecerán las condiciones para la fijación del precio y demás requisitos de las ofertas públicas previstas en este artículo.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá dispensar de la obligación de formular una oferta pública de adquisición en aquellos supuestos en los que mediante otro procedimiento equivalente se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de acciones afectadas por la exclusión, así como a todas las obligaciones convertibles y demás valores que den derecho a su suscripción.

3. En caso de oferta previa a la exclusión de negociación, el límite de adquisición de acciones propias establecido en el Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para las acciones cotizadas en un mercado secundario oficial será el 10% del capital social. Si como consecuencia de la realización de la oferta, las acciones propias superasen este límite, deberán ser amortizadas o enajenadas en el plazo de un año.

4. El acuerdo de exclusión y los relativos a la oferta y al precio ofrecido deberán ser aprobados por la Junta General de Accionistas.

5. Al tiempo de la convocatoria de los órganos sociales que deban aprobar la oferta, se pondrá a disposición de los titulares de los valores afectados un informe de los administradores en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido.

Artículo 60:

1. Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:

a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad;

b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o

c) Como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan.

Las obligaciones a que se refiere este capítulo se entenderán referidas a aquellas sociedades cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España.

Las obligaciones a que se refiere este capítulo se aplicarán también, en los términos que reglamentariamente se establezcan, a las sociedades que no tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado regulado en el Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad tenga su domicilio social, en los siguientes casos:

a) Cuando los valores de la sociedad sólo estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español.

b) Cuando la primera admisión a negociación de los valores en un mercado regulado lo haya sido en un mercado secundario oficial español.

c) Cuando los valores de la sociedad sean admitidos a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español, y la sociedad así lo decida mediante notificación a dichos mercados y a sus autoridades competentes el primer día de la negociación de los valores.

d) Cuando el 20 de mayo de 2006 los valores de la sociedad ya estuvieran admitidos a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español y la Comisión Nacional del Mercado de Valores así lo hubiera acordado con las autoridades competentes de los demás mercados en los que se hubieran

admitido a negociación o, a falta de acuerdo, así lo hubiera decidido la sociedad.

Asimismo, les será de aplicación lo dispuesto en el presente capítulo, en los términos que se determinen reglamentariamente, a las sociedades que tengan su domicilio social en España y cuyos valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español.

Se entenderá que el precio es equitativo cuando, como mínimo, sea igual al precio más elevado que haya pagado el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él por los mismos valores durante un período de tiempo anterior a la oferta determinado reglamentariamente y en los términos que se establezcan. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá modificar el precio así calculado en las circunstancias y según los criterios que se establezcan reglamentariamente. Entre las mencionadas circunstancias se podrán incluir, entre otras, las siguientes: que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y el vendedor; que los precios de mercado de los valores en cuestión hayan sido manipulados; que los precios de mercado, en general, o determinados precios, en particular, se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales; que se pretenda favorecer el saneamiento de la sociedad. Entre los referidos criterios podrán incluirse, entre otros, el valor medio del mercado en un determinado período; el valor liquidativo de la sociedad u otros criterios de valoración objetivos generalmente utilizados.

En el supuesto de modificación del precio a que se refiere el párrafo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web la decisión de que la oferta se formule a un precio distinto del equitativo. Dicha decisión deberá ser motivada.

2. A los efectos del presente capítulo, se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o bien, cuando haya alcanzado una participación inferior y designe, en los términos que se establezcan reglamentariamente, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará condicionalmente, en los términos que establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida en este artículo, cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

3. Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, sin perjuicio de las sanciones previstas en el Título VIII de esta Ley. Esta prohibición será también aplicable a los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y a aquellos que correspondan a quienes actúen concertadamente con él.

A los efectos de este apartado se entenderá que incumple la obligación de formular una oferta pública de adquisición quien no la presente, la presente fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales.

Serán nulos los acuerdos adoptados por los órganos de una sociedad cuando para la constitución de éstos o la adopción de aquéllos hubiera sido necesario computar los valores cuyos derechos políticos estén suspendidos con arreglo a lo dispuesto en el presente apartado.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento del acuerdo, sin perjuicio de la legitimación que pueda corresponder a otras personas.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá impugnar los acuerdos del Consejo de Administración de la sociedad cotizada, en el plazo de un año a contar desde que tenga conocimiento de los mismos.

4. Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores a emitir por la sociedad obligada a formular la oferta se entenderá que no existe el derecho de suscripción preferente contemplado en el artículo 158 del Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles.

5. Reglamentariamente se establecerán:

a) Los valores a los que habrá de dirigirse la oferta;

b) Las reglas y plazos para el cómputo del porcentaje de votos que brinda el control de una sociedad, tomando en consideración las participaciones directas e indirectas, así como los convenios, acuerdos o situaciones de control conjunto;

c) La persona que estará obligada a presentar la oferta pública de adquisición en los supuestos de pactos parasociales y situaciones de control sobrevenido en los que exista obligación de presentarla;

d) Los términos en que la oferta será irrevocable o en que podrá someterse a condición o ser modificada;

e) Las garantías exigibles según que la contraprestación ofrecida sea en dinero, valores ya emitidos o valores cuya emisión aún no haya sido acordada por la sociedad o entidad oferente;

f) La modalidad de control administrativo a cargo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y, en general, el procedimiento de las ofertas públicas de adquisición;

g) El régimen de las posibles ofertas competidoras;

h) Las reglas de prorrateo;

i) Las operaciones exceptuadas de este régimen;

j) El precio equitativo, las formas de contraprestación y las excepciones, en su caso, aplicables;

k) La información que habrá de hacerse pública antes de la presentación de una oferta, una vez adoptada la decisión de presentarla, en el transcurso de la misma y una vez finalizada;

l) El plazo en que deberá presentarse una oferta pública de adquisición desde su anuncio público;

m) Las reglas sobre la caducidad de las ofertas;

n) Las reglas aplicables a la publicación de los resultados de las ofertas;

o) La información que habrá de suministrarse por los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los

propios trabajadores, así como el procedimiento aplicable a dicha obligación, ello sin perjuicio de lo establecido en la legislación laboral, y

p) Los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria.

Artículo 60 *bis*:

1. Durante el plazo y en los términos que se determinen reglamentariamente, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada o de las sociedades pertenecientes a su mismo grupo deberán obtener la autorización previa de la Junta General de Accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.

Respecto de las decisiones adoptadas antes de iniciarse el plazo contemplado en el párrafo anterior y aún no aplicadas total o parcialmente, la Junta General de Accionistas deberá aprobar o confirmar según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda frustrar el éxito de la oferta.

En el caso de que la sociedad afectada cuente con un sistema de administración dual, lo dispuesto en los párrafos anteriores se entenderá también aplicable al consejo de control.

La Junta General de Accionistas a que se refiere el presente apartado podrá ser convocada quince días antes de la fecha fijada para su celebración, mediante anuncio publicado en el Boletín Oficial del Registro Mercantil *y* en uno de los diarios de mayor circulación en la provincia, con expresión de la fecha de la reunión en primera convocatoria y todos los asuntos que han de tratarse.

El Boletín Oficial del Registro Mercantil publicará la convocatoria de forma inmediata a su recepción.

2. Las sociedades podrán no aplicar lo dispuesto en el apartado anterior cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por un 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, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de la presente Ley.

Cualquier decisión que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la Junta General de Accionistas, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, 18 meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

3. El órgano de administración de la sociedad afectada deberá publicar un informe detallado sobre la oferta en los términos y plazos que se establezcan reglamentariamente.

Artículo 60 *ter*:

1. Las sociedades podrán decidir que se apliquen las siguientes medidas de neutralización:

a) La ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

b) La ineficacia, en la Junta General de Accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa a que se refiere el artículo 60 bis.1 de esta Ley, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

c) La ineficacia de las restricciones contempladas en las letras anteriores, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75% del capital que confiera derechos de voto.

2. La decisión de aplicar este artículo deberá adoptarse por la Junta General de Accionistas de la sociedad, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, y se comunicará a la Comisión

Nacional del Mercado de Valores y a los supervisores de los Estados miembros en los que las acciones de la sociedad estén admitidas a negociación, o se haya solicitado la admisión. La Comisión Nacional del Mercado de Valores deberá hacer pública esta comunicación en los términos y el plazo que se fije reglamentariamente.

En cualquier momento la Junta General de Accionistas de la sociedad podrá revocar la decisión de aplicar este artículo según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre. La mayoría exigida en virtud del presente párrafo ha de coincidir con la exigida en virtud del párrafo anterior.

3. Cuando la sociedad decida aplicar las medidas descritas en el apartado 1 deberá prever una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos allí mencionados.

4. Las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuvieran en vigor al amparo de lo dispuesto en los apartados precedentes, cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad o grupo que no hubieran adoptado medidas de neutralización equivalentes.

Cualquier medida que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la Junta General de Accionistas, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, 18 meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

5. Reglamentariamente se podrán establecer los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria para el desarrollo de lo dispuesto en este artículo.

Artículo 60 *quáter*:

1. Cuando, a resultas de una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores, en los términos de los artículos 60 y 61 de esta Ley, el oferente posea valores que representen al menos el 90% del capital que confiere derechos de voto y la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto, distintos de los que ya obraran en poder del oferente:

a) El oferente podrá exigir a los restantes titulares de valores que le vendan dichos valores a un precio equitativo.

b) Los titulares de valores de la sociedad afectada podrán exigir del oferente la compra de sus valores a un precio equitativo.

2. Reglamentariamente se establecerá el procedimiento y los requisitos aplicables a la compraventa forzosa a que se refiere el apartado anterior.

Artículo 61:

Las ofertas públicas de adquisición de acciones, o de otros valores que confieran directa o indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada, formuladas de modo voluntario, deberán dirigirse a todos sus titulares, estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en este capítulo y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, por un número de valores inferior al total.

La oferta obligatoria contemplada en el artículo 60 de esta Ley no será exigible cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, dirigida a todos sus titulares y que haya cumplido todos los requisitos recogidos en el presente capítulo.

A modo comparativo es posible ver diferente nivel de detalle entre la nueva redacción dada en la Ley del Mercado de Valores al tema de las OPAs en su redacción de 1988 y de 2007. La regulación de 1988 básicamente trataba someramente el asunto de las OPAs con una definición harto ambigua sobre cuándo debía promoverse una OPA, y sobre la limitación al ejercicio de derechos políticos cuándo se alcance una «participación significativa», limitación que en el caso de alcanzarse el 50% de los «votos de la sociedad emisora» implicaban que el adquirente no podrá alterar los estatutos de la sociedad emisora sin lanzar una OPA. Todos los demás elementos, incluyendo la participación que tendría la consideración de significativa, reglas, plazos y cómputo de la misma, condiciones posibles, modalidad de control administrativo, garantías, procedimiento, ofertas competidoras, reglas de prorrateo y «los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria» quedaban sujetos al posterior desarrollo reglamentario.

Frente a ello, la nueva redacción dada en la Ley del Mercado de Valores a las OPAs es mucho más detallista, limitando el margen de maniobra para el regulador a la hora de desarrollar dichos preceptos legales. En este sentido la redacción dada en la reforma del año 2007 viene a distinguir entre OPA obligatoria (artículo 60), voluntaria (artículo 61) y de exclusión (artículo 34), y entra a fondo en aspectos tales como definición genérica de la obligación de lanzar una OPA por «quien alcance el control de una sociedad cotizada», definición de control, limitación de derechos en caso de incumplimiento de la obligación de lanzar una OPA, obligaciones de los órganos de administración y dirección (artículo 60 *bis*), medidas de neutralización opcionales (artículo 60 *ter*), y "*squeeze-out*" y "*selling right*" (artículo 60 *quáter*). Adicionalmente, el artículo 60.5 viene a establecer una lista exhaustiva de catorce elementos críticos que deberían ser desarrollados reglamentariamente (puntos a. a o.) junto con una cláusula abierta final (p.) para «los demás extremos cuya regulación se juzgue necesaria», idéntica a la aparecida en la versión inicial del artículo 60[328].

Poco tiempo después de la reforma de la Ley del Mercado de Valores, y siguiendo en parte la recomendación del Consejo de Estado, apenas tres meses después de ésta, se aprobaba el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores que venía a sustituir al Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Como bien establecía el Preámbulo del propio Real Decreto:

> La trascendencia de los cambios introducidos en la Ley y por ende, la de los incluidos en el presente Real Decreto justifican la derogación del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y su sustitución por un Real Decreto de nueva planta que contiene la

[328] El CONSEJO DE ESTADO (2006) consideró en su dictamen que el anteproyecto de Ley por él revisado «lleva a cabo una adecuada transposición de estas directivas y se ajusta a sus previsiones».

regulación exhaustiva de todas las fases de la formulación de una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada

Dicho Real Decreto constaba de 50 artículos, divididos en once capítulos frente a los 41 artículos y siete capítulos del régimen anterior, a lo que habría que añadir tres disposiciones adicionales, una derogatoria y cuatro finales, frente a una sola disposición adicional, una derogatoria, dos transitorias y una final en el Real Decreto del año 1991.

Al analizar el nuevo Real Decreto hemos tratado de ver las principales modificaciones con respecto a la regulación anterior. Siendo un texto nuevo y no una mera reforma de la legislación previa hemos tratado de llevar a cabo un análisis sistemático artículo por artículo que puede ser consultado en el Anexo de la presente obra.

Tras dicho análisis y una revisión de la revisión académica a la nueva normativa es posible extraer algunas conclusiones:

1) La principal novedad de la nueva regulación es la ruptura con la tradición española anterior al introducirse el modelo de OPA obligatoria, total, *a posteriori* y a precio intervenido. Este cambio de filosofía, que trae causa en la Directiva europea y su posterior transposición en la Ley del Mercado de Valores condiciona gran parte de los cambios del Real Decreto.

2) Junto a este cambio radical del modelo de OPAs en España, la nueva regulación introduce aspectos novedosos en España que tienen también su origen en la Directiva europea y su transposición. En este apartado es posible destacar los siguientes casos:

- El nuevo capítulo VI, de Defensas frente a las ofertas públicas de adquisición, que viene a complementar el mucho más sintético artículo 14, sobre limitación de la actuación de los órganos de administración de la sociedad afectada e introduce el régimen opcional de neutralización de otras defensas. Dichos artículos traen causa en los artículos 9 y 11 de la Directiva europea.

- El nuevo capítulo X, de compraventas forzosas, que introduce en la normativa española el régimen de "*squeeze-out*" y "*sell-out*", tradicionales en la normativa británica y recogidos en los artículos 15 y 16 de la Directiva.

- El nuevo régimen sobre anuncio de la oferta consagrado en el artículo 16, que siguiendo las previsiones de la Directiva en su artículo 6 altera el régimen anterior. En palabras de SÁNCHEZ-CALERO (2009), previamente teníamos un modelo de OPA en el que «la primera manifestación pública de formulación de la oferta partía del momento en que el oferente solicitaba a la CNMV su pretensión de formular una oferta» para introducir un nuevo modelo en el que, con el objeto de limitar las posibilidades de fuga de información privilegiada, «en la fase preliminar de la oferta, incluso antes de iniciar el trámite de su autorización administrativa, se parte, como ha quedado indicado, de un anuncio público de que se ha acordado presentar una oferta voluntaria o de que el eventual oferente se encuentra en la obligación de formular una oferta obligatoria, con indicación de los aspectos esenciales de la misma»[329]. Dentro de las novedades introducidas por el artículo 16 cabe también señalar el punto 4 del mismo al impedir el posible anuncio de una nueva oferta voluntaria si ha finalizado el plazo

[329] Como bien menciona el propio autor, la normativa española sigue lo previsto en la Propuesta modificada de la decimotercera Directiva de 1990, una vez que la Directiva «en su texto definitivo no quiso precisar todas las cuestiones de procedimiento» pero «se orientó hacia el adelantamiento del anuncio de la decisión del oferente de presentar la OPA, aun cuando en un momento posterior hubiera de solicitar su autorización para formularla formalmente».

para presentar una oferta competitiva y no ha finalizado el plazo de aceptación de las precedentes. Este punto parece claramente tener su origen en la casuística vista en la batalla por el control de Endesa y no en la Directiva 2004/25/CE. Al estar relacionado este supuesto con las ofertas competidoras volveremos sobre él más adelante.

- El nuevo artículo 25, sobre informaciones a los trabajadores, consecuencia de la transposición del artículo 14 de la Directiva. Bajo dicho artículo los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y el oferente deberán comunicar a los representantes de sus respectivos trabajadores o en su defecto a los propios trabajadores, tanto el anuncio de una OPA como poner a su disposición el folleto explicativo de dicha oferta. Esta obligación de los órganos de gestión de las empresas viene complementada, en el punto 3 del artículo por el derecho de los trabajadores a tener acceso «fácil y rápidamente» a dicha documentación (folleto y documentación complementaria).

- Y finalmente otras pequeñas modificaciones también relacionadas con la Directiva como, por ejemplo, el nuevo artículo 19, sobre validez transfronteriza del folleto, consecuencia del artículo 6 de la norma comunitaria; o determinados aspectos de la oferta de canje, consecuencia del artículo 5 de la Directiva.

3) Elementos que provienen claramente de la normativa española anterior, ya sea sin modificación alguna, ya con alteraciones de mayor o menor contenido consecuencia de su adaptación al nuevo modelo de OPA

obligatoria a posteriori introducido por la Directiva[330]. En este apartado es posible destacar los siguientes casos:

- El régimen de ofertas competidoras (capítulo IX) .

- La designación de consejeros como prueba de control efectivo de una sociedad incluso cuando no sé alcance un porcentaje de los derechos de voto establecido, como establece el artículo 6 del Real Decreto.

- A quiénes debe dirigirse la oferta , enumerados en el nuevo artículo 3.2, que viene a retocar ligeramente lo que aparecía en el artículo 1.7 de la antigua norma reglamentaria.

- Si bien el nuevo artículo 5 está claramente adaptado a un modelo de OPA obligatoria *a posteriori*, no es menos cierto que hay determinadas previsiones en el mismo, como derechos de voto procedentes de prenda o usufructo o la no obligación de lanzamiento de OPA en casos de redistribución de las acciones o derechos de voto cuando sigan siendo atribuibles en última instancia a la misma persona, claramente deudores del antiguo artículo 2.

- El régimen de ofertas públicas de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias, si bien se introdujeron en el artículo 12.2 excepciones relacionadas con la Directiva 2003/6/CE en cuanto a programas de recompra y estabilización de instrumentos financieros.

[330] En este sentido RECALDE (2010) considera que «la norma reglamentaria resulta manifiestamente tributaria de la experiencia alcanzada en la aplicación del régimen anterior. Algunas de las más peculiares previsiones de la actual normativa encuentran su explicación en la respuesta puntual que la regulación pre-vigente dio a supuestos muy concretos». [RECALDE, A. (2010). "Régimen jurídico de las OPAs: concepto, función económica y principios de la ordenación". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 27-58). Valencia: Tirant lo blanch].

- Las tomas de control indirectas o sobrevenidas[331] no aparecen *per se* en la Ley del Mercado de Valores, sino que son acogidas dentro del apartado c) del artículo 60.1, cuando menciona otros supuestos «que reglamentariamente se establezcan». El Real Decreto 1066/2007, en su artículo 3.1.c) hace referencia a los supuestos incluidos en su artículo 7 que, como afirma SÁNCHEZ CALERO (2009) «ha seguido de cerca el artículo 3, en sus apartados 1º a 4º, del derogado Real Decreto 1197/2001», si bien de forma más simplificada.

  Básicamente los supuestos del artículo 7, debido a su especial naturaleza, en la que parece que la adquisición del control de la sociedad afectada no es el fin último del movimiento corporativo permiten que el lanzamiento de una OPA no sea automático, tal y como recoge el artículo 4 del Real Decreto 1066/2007 sino que se amplíe el plazo hasta 3 meses (frente a los 6 meses de la normativa anterior), permitiéndose además que se eluda dicha obligación mediante la correspondiente dispensa de la CNMV o cuando «se enajene el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de tales porcentajes».

  Los casos considerados por el artículo 7 son la adquisición de participación por fusión o toma de control de otra sociedad (apartado 1), la adquisición de una participación de control por reducción del capital social (apartado 2)[332], la adquisición de una

[331] Ver sobre este tema DE DIOS, L.M. (2010). "La OPA por toma indirecta o sobrevenida del control". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 85-114). Valencia: Tirant lo Blanch; y ZURITA, J. (2009). "Artículo 7. Tomas de control indirectas o sobrevenidas". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 191-210). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

[332] Si bien no es objeto de esta tesis, es interesante, desde un punto de vista meramente teórico las consideraciones que sobre el caso de tomas de control no por reducción de capital sino por aumentos de capital hizo SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992a). "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española". En MORENO-

participación de control como consecuencia del canje, suscripción, conversión o adquisición de las acciones de una sociedad cotizada (apartado 3), el alcanzar un porcentaje de derechos de voto que implique el control de la sociedad como consecuencia de las variaciones de la autocartera (apartado 4)[333], o, por último, cuando una entidad financiera (o cualquier otra persona o entidad) en cumplimiento de un contrato o compromiso de aseguramiento de una emisión o de una oferta pública de venta de valores de una sociedad cotizada, alcance el porcentaje de derechos de voto que implican el control de la sociedad cotizada. En general, el apartado 1 se refiere a la denominada toma de control indirecta mientras que los demás caso parecen encajar dentro del concepto de toma de control sobrevenida.

- Las ofertas de exclusión[334] son un caso relevante a la hora de analizar la reforma ya que, como hemos visto al hablar genéricamente de las OPAs de exclusión, la Directiva europea impuso las figuras de la compraventa forzosa –"*selling-out right*" y "*squeeze-out*"– como mecanismo para la adquisición del 100% de las acciones de una sociedad cotizada en las que el accionista de control detentaba una posición de control casi total, siendo este un paso previo para la exclusión de Bolsa de una sociedad cotizada, en detrimento de la OPA de exclusión, tal y como propuso el Informe

---

LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 3-40). Bilbao: Editorial Deusto.

[333] Ver como este apartado, novedoso con respecto al Real Decreto 1197/1991, parece ser consecuencia, como sostiene DE DIOS (2010) de lo acontecido en 2003 en la OPA de los grupos italianos Caltagirone y Marchini sobre Metrovacesa, en la que el accionista mayoritario de esta última, Bami excedía en 25% (que en esos momentos era el umbral de OPA establecido) si se descantaba la autocartera. La CNMV decidió en ese momento suspender los derechos de Bani en Metrovacesa y obligarle a lanzar una OPA por el 10% del capital (a pesar de que una vez que había una OPA sobre la empresa lo lógico hubiese sido obligar a lanzar una OPA competidora y, por lo tanto, por el 100% del capital). Es interesante ver cómo el descontar la autocartera para el cómputo de los derechos de voto implicó un cambio de criterio con respecto a lo que la CNMV había sostenido en la batalla por el control acaecida en el año 1992 sobre El Encinar de los Reyes.

[334] Es importante en este sentido subrayar, tanto en el caso de las OPAs de exclusión como en el ya mencionado de las OPAs por reducción de acciones propias mediante reducción de capital como quedan exceptuadas de la Directiva 2004/25/CE en su artículo 2.1.a) al mencionar «con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada».

Winter. A pesar de ello, el regulador español decidió mantener de forma paralela ambas figuras –OPA de exclusión y compraventas forzosas–, si bien tratando de armonizarlas, permitiendo por ejemplo que no fuese necesaria una OPA en el caso previsto en el artículo 11 «cuando se den las condiciones previstas en el artículo 47 para el ejercicio de las compraventas forzosas».

- El deber de abstención (artículo 50).

- El régimen de supervisión establecido en el artículo 49 es también fiel reflejo del antiguo artículo 39, remitiendo a la Ley del Mercado de Valores.

- La suspensión de derechos políticos para quien incumpla la obligación de lanzar una OPA, recogida en el artículo 27 del Real Decreto (frente al antiguo artículo 40) es consecuencia del artículo 60.3 de la Ley del Mercado de Valores, no trayendo en este caso causa de la Directiva europea, que en régimen sancionador da un amplio margen de maniobra a los Estados miembros en su artículo 17[335]. Dicho artículo 27 mantuvo la filosofía del antiguo artículo 40, creando problemas de coherencia con el nuevo modelo de OPA obligatoria *a posteriori* adoptado en 2007, como destacan SÁNCHEZ CALERO (2009) o ESCRIBANO (2010). Como ejemplo de dichos problemas cabe ver cómo para la recuperación de los derechos suspendidos la nueva normativa remite, en el caso de que se haga mediante el lanzamiento de una OPA con posterioridad, no al artículo 9, para que dicha OPA se haga a un precio equitativo, sino por reminiscencias del modelo anterior, al artículo 10, que establece el precio en los casos de OPAs de exclusión y OPAs

[335] Para un estudio detallado de este tema tanto en la nueva regulación como en el Real Decreto 1197/1991 ver DEL CAÑO, J. (2009). "Artículo 27. Suspensión de derechos políticos". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 558-612). Madrid: Thomson Reuters-Civitas. En la nueva regulación ver ESCRIBANO, R. (2010). "OPA y régimen sancionador (II): suspensión de derechos políticos". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 651-670). Valencia: Tirant lo blanch.

sobrevenidas, tal y como detallan TAPIA, ALONSO y RODRÍGUEZ (2010)[336].

Un tema importante a este respecto, es que con el nuevo Real Decreto, la suspensión afecta a todos los derechos , lo que parece tener sentido ya que, con el nuevo modelo de OPA obligatoria *a posteriori*, la suspensión exclusiva de los valores que sobrepasasen el 30% no eliminaría la posibilidad de que el nuevo accionista controlase *de facto* la sociedad afectada.

- Si bien el nuevo artículo 16 viene a cambiar radicalmente el modelo previo al imponer, debido a la Directiva europea, el deber de anunciar lo antes posible la decisión de lanzar una OPA o de la obligación de así hacerlo al estar inmersa la oferente en alguna de las causas que dan motivo a tal obligación, tal y como ya hemos analizado, lo cierto es que los artículos que regulan la posterior solicitud de autorización a la CNMV (artículo 17), el contenido del folleto (artículo 18) –sobre el que volveremos más adelante– y la documentación complementaria (artículo 20) son claramente deudores de los artículos 12, 15 y 16 del derogado Real Decreto 1197/1991. Es interesante en cualquier caso mencionar la influencia que en la redacción del artículo 17 ha tenido la OPA de Gas Natural sobre Endesa, tal y como destaca PLASENCIA (2010)[337].

- En lo que respecta a la autorización por parte de la CNMV de la oferta (artículo 21) y su publicación (artículo 22), es posible también ver su paralelismo con los antiguos artículos 17 y 18,

[336] TAPIA, A. J., ALONSO, C. y RODRÍGUEZ, I. (2010). "OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 161-326). Barcelona: Bosch.

[337] PLASENCIA, F. (2010). "Iniciación y admisión a trámite del procedimiento de OPAs: La autorización de la CNMV". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "Derecho de OPAs" (pp. 373-400). Valencia: Tirant lo blanch.

respectivamente. Si bien es cierto que el artículo 4 de la Directiva establece que «los Estados miembros designarán a la autoridad o autoridades competentes para la supervisión de las ofertas que se rijan por las normas adoptadas o introducidas en virtud de la presente Directiva», la función de supervisión de las OPAs ya venía atribuida a la CNMV en la normativa anterior. Es por ello que en términos de autorización la principal novedad fue la de aumentar el plazo de quince a veinte días hábiles. Este aumento del plazo, que parece ir contra la visión de SÁNCHEZ-CALERO (2009) de que el propósito de un plazo corto es «evitar el abuso de mercado mediante la utilización de información privilegiada», parece venir justificado porque al menos parte de esa ventaja del que potencialmente pudiese usar información privilegiada desaparece al venir la nueva regulación a obligar al oferente a anunciar su decisión con anterioridad (o simultaneidad)[338] a la solicitud de autorización a la CNMV. Con respecto a la publicación, la principal novedad vino a ser el detalle sobre los medios en los que se debe difundir tanto el folleto como «la demás documentación que deberá acompañarlo», detallados en el apartado 3 y en el que se da relevancia al formato electrónico junto con otros métodos tradicionales.

- El artículo 23, que regula el plazo de aceptación es también deudor del antiguo artículo 19 si bien hay un cambio material al pasar el plazo de aceptación de un mínimo de un mes y un máximo de dos meses, a elección del oferente, al nuevo plazo de entre quince y setenta días, en línea con las previsiones del artículo 7 de la Directiva europea (si bien ésta menciona el plazo en semanas y no en días). Adicionalmente es interesante ver cómo mientras en la redacción anterior la prórroga del plazo −siempre que el nuevo

[338] El artículo 17 del Real Decreto 1066/2007 establece un plazo de un mes entre anuncio –o desde que surja la obligación de lanzar una OPA obligatoria- y solicitud de la autorización, salvo en los casos de OPA sobrevenida en los que el plazo se amplía a tres meses.

estuviese dentro del límite máximo de dos meses– requería de autorización de la CNMV, en la nueva redacción este caso es automático y basta la comunicación a la CNMV.

- Aceptación de la oferta y liquidación de las operaciones (capítulo VIII, que replica en gran medida el antiguo capítulo IV del Real Decreto1197/1991[339]. Entre las principales alteraciones destaca la modificación del último artículo del mismo (artículo 39: resultado negativo de las ofertas voluntarias) que se limita al caso de ofertas voluntarias frente al antiguo artículo 30 que, debido al diferente modelo de OPA obligatoria era aplicable a todo tipo de ofertas. Junto a dicho cambio, y otros de menor calado, es importante subrayar la posibilidad de revocación de las aceptaciones «en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta». Dicho cambio, como veremos más adelante, implica un cambio radical con respecto al antiguo artículo 25.

- El informe del órgano de administración de la sociedad afectada del artículo 24[340] es otro aspecto en el que el Real Decreto 1066/2007 sigue lo previsto en el Real Decreto 1197/1991, concretamente en su artículo 20[341]. A pesar de ello, es importante

[339] El hecho de estar basado en el Real Decreto 1197/1991 ha llevado a errores técnicos como el destacado por SÁNCHEZ CALERO (2009) al considerar que, con base en el nuevo modelo de OPA obligatoria *a posteriori* «resulta impropio que el artículo 36.2 del propio reglamento de OPAs pretenda hacer depender el resultado positivo o negativo de la operación del número mínimo de valores señalados en la oferta»; si bien dicha crítica parece ser excesiva teniendo en cuenta su aplicabilidad al caso de ofertas voluntarias.

[340] Sobre dicho informe en la regulación actual puede consultarse RECALDE, A. y DE DIOS, L. (2010). "El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 425-454). Valencia: Tirant lo blanch; GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2009a). "Artículo 24. Informe del órgano de administración de la sociedad afectada". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 447-464). Madrid: Thomson Reuters-Civitas; Díaz Ruiz, E. (2009). "La autorización de la OPA, informe del órgano de administración de la sociedad afectada y publicidad". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 545-584). Barcelona: Bosch; o GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2009a). "Artículo 24. Informe del órgano de administración de la sociedad afectada". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 447-464). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

[341] Destaca la crítica que hace a este respecto SÁNCHEZ CALERO (2009) al considerar que este precepto, al igual que otros que también son deudores de la normativa anterior, «no ha sido sensible en cierto modo a la modificación que implica el interés del informe respecto a la modificación que implica el interés del informe respecto a la introducción de la oferta obligatoria por la posesión de una participación de control […]. Porque en las ofertas obligatorias por la adquisición de

ver como éste es un aspecto en el que también entra la Directiva en su artículo 9.5 y cómo la nueva redacción del artículo 24, en su segundo párrafo es deudora de la misma al establecer que «El informe comprenderá, asimismo, las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto, sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad». Por último es interesante resaltar el mayor detalle con el que se regula la obligación de comunicar cualquier relación entre el oferente y la sociedad afectada dentro de dicha obligación también a los administradores y socios del oferente.

- La contraprestación (artículo 14) es otro asunto en el que la nueva redacción tiene su origen en el Real Decreto 1197/1991[342], si bien es un tema en el que el artículo 5.5 de la Directiva también entra a regular, estableciendo, de modo similar a la regulación española que «como contraprestación el oferente podrá ofrecer valores, efectivo o una combinación de ambos».[343] La opción de mantener la estructura del nuevo artículo similar al antiguo artículo 10 del Real Decreto 1197/1191 ha sido considerada por SÁNCHEZ CALERO (2009) como poco afortunada. Es factible en este sentido ver cómo un aspecto tan íntimamente ligado a la contraprestación como es el precio equitativo ha quedado desligado de la contraprestación en el

control será frecuente que los administradores que deban realizar ese informe estén relacionados o vinculados con los titulares de la participación de control».

[342] A su vez deudor en este punto del artículo 4 tanto del Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre[342], sobre ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios como del Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, por el que se deroga el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, y se establece una nueva regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios. Sobre éste aspecto así como sobre otras consideraciones sobre la contraprestación de la oferta en la regulación anterior al Real Decreto 1066/2007, consultar GARCÍA-PITA, J. L. y SÁNCHEZ-CALERO, M. (1993). "Comentario al artículo 10". En SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), "*Régimen Jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991*" (pp.259-337). Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil. Para la regulación posterior ver SÁNCHEZ CALERO, F. (2009). "*Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*". Madrid: Civitas; CARVAJAL, J. y FERNÁNDEZ-RAÑADA, C. (2010). "Contraprestación y garantías de la oferta". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 299-316). Valencia: Tirant lo blanch; y MADRID, A. (2009). "Contraprestaciones y garantías de las OPAs". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 379-442). Barcelona: Bosch.

[343] Es interesante señalar cómo la Directiva ofrece la posibilidad de que «los Estados miembros podrán prever que se ofrezca en todos los casos, al menos como opción, una contraprestación en efectivo».

articulado del Real Decreto, lo cual parece ser explicable sólo por el hecho de haber querido el legislador mantener la estructura de la normativa española anterior, una vez que tanto en la Directiva como en el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores contraprestación y precio equitativo aparecen ligados.

En general los cambios principales en materia de contraprestación con respecto a su versión anterior son: la enumeración de los casos en los que es imperativo acompañar la oferta de una alternativa –una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo al canje ofrecido–, frente a la redacción anterior en la que el artículo 10.1 establecía una salvedad genérica al decir «salvo en aquellos supuestos previstos en este Real Decreto en los que sólo quepa contraprestación en dinero»[344]; un mayor detalle en aspectos como anuncio de convocatoria de la Junta; ampliación del plazo de aceptación de la oferta tras la Junta; obligación de incluir una contraprestación en efectivo en el caso de que la sociedad oferente no aprobase finalmente la emisión de nuevos valores; no ser necesaria la convocatoria de Junta en los casos en los que el oferente «acredite que tiene autorización de la Junta General para llevar a cabo la emisión de dichos valores»; y el hecho de que, en el caso de permuta, «el oferente deberá indicar el precio en efectivo equivalente que resulta de aplicar a la ecuación de canje la cotización media ponderada de los valores entregados en canje correspondiente al trimestre anterior al anuncio previo de la oferta». Es importante subrayar también cómo la normativa anterior sólo permitía que en caso de permuta sólo fuesen ofrecidos valores admitidos a negociación mientras que la normativa vigente

[344] Si bien la nueva redacción adolece de exhaustividad al faltar menciones a otros supuestos en los que el oferente debe ofrecer un precio en efectivo como es la OPA de exclusión, regulada en el artículo 10. Esta no inclusión se debe al hecho, criticado por parte de la doctrina de que la OPA de exclusión sólo puede ser en efectivo, no cabiendo la opción de ser una permuta o canje de valores. Sobre la discusión doctrinal sobre este aspecto ver CARVAJAL y FERNÁNDEZ-RAÑADA (2010).

permite que no sea así, al admitir el artículo 14.2 en su párrafo final esta opción.

- Las garantías de la oferta, reguladas en el artículo 15 del Real Decreto 1066/2007, y que mantienen la filosofía e incluso la literalidad en gran parte de su texto del antiguo artículo 11 del Real Decreto1197/1991. Si bien la Directiva establece en su artículo 3, relativo a los principios generales, que «un oferente únicamente deberá anunciar una oferta una vez se asegure de que pueda hacer frente íntegramente, en su caso, a cualquier oferta de contraprestación en efectivo y previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de contraprestación», lo cierto es que la regulación de OPAs española anterior a la transposición de la Directiva europea ya recogía un precepto muy similar al ahora vigente[345].

  Un elemento en el que si hubo cambios en lo que respecta a las garantías fue el referido a la presentación de la documentación acreditativa de la garantía de la oferta. Como ya vimos al hablar de la reforma del año 2003, con el objeto de evitar fugas de información privilegiada, el artículo 16.1 del Real Decreto1197/1991, permitía que en el caso de aval de entidad de crédito, los documentos acreditativos podrían presentarse «dentro de los dos días hábiles siguientes a la notificación del acuerdo de suspensión de la negociación de los valores», plazo que la doctrina y el propio Consejo de Estado consideraron insuficiente para el fin pretendido. La nueva redacción del artículo referido a

[345] Sobre este tema y su regulación en la normativa anterior al Real Decreto1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores destacan ZURITA, J. (1980). "*La oferta pública de adquisición (OPA)*". Madrid: Bolsa de Madrid - Servicio de Estudios; ZURITA, J. (2002). "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 3031-3092). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España; o EMBID, J. M. (1994). "Garantías ofrecidas al oferente en la nueva regulación de OPAs. (Análisis del art. 11 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio)". En POLO DÍEZ, A. (Coord.), "*Estudios de Derecho bancario y bursátil (Homenaje a Evelio Verdera y Tuells)*" (pp.695-704). Madrid: La Ley-Actualidad.

documentación complementaria (artículo 20 del Real Decreto1066/2007) elimina esa provisión, por lo que la presentación de dicha documentación parece quedar incluida en lo establecido por el nuevo artículo 17 que prevé que «los demás documentos que resulten necesarios según lo previsto en el artículo 20 podrán presentarse al tiempo de la solicitud o durante los 7 días hábiles siguientes como máximo», plazo que parece mucho más acorde con el fin perseguido ya en el año 2003, especialmente si se tiene en cuanta el anuncio previo previsto en la nueva regulación.

- El capítulo VII del Real Decreto 1066/2007, sobre «modificación, desistimiento y cesación de los efectos de la oferta»[346], que incluye los artículos 30 a 33 es a su vez la adaptación del antiguo capítulo III del Real Decreto 1197/1991, de idéntico título[347]. Ya desde el Real Decreto 1848/1980 el legislador español dio nota de la irrevocabilidad de la oferta, permitiendo mejoras en la oferta y la extensión del plazo de aceptación. La posibilidad de modificar la oferta, respetando el principio básico de su irrevocabilidad, viene también recogida en la Directiva, que establece en su artículo 13 que tanto la caducidad de la oferta como la modificación de las ofertas son elementos, entre otros, que los Estados miembros deberán regular.

[346] Sobre estos temas ver, entre otros, VALPUESTA, E. (1994). "Irrevocabilidad, modificación y cese de efectos de la OPA". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*56), pp. 871-924; VÉRGEZ, M. (2009). "Incidencias de una OPA". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 585-630). Barcelona: Bosch; o EMBID, J. M. (2010). "OPAs, modificaciones estructurales y derechos de grupos". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 455-474). Valencia: Tirant lo blanch.

[347] Esta opción ha sido criticada también por SÁNCHEZ CALERO (2009) considerando que este capítulo «ha sido redactado en este punto, como en tantos otros, siguiendo los pasos del Real Decreto 1197/1991 derogado, sin tener en cuenta en la medida necesaria los cambios que exige la introducción de un sistema basado en la obligación de formular la oferta *a posteriori* de la adquisición de una participación de control. Este fenómeno de arrastre de la normativa precedente se aprecia, por ejemplo, en el artículo 31 del régimen vigente al referirse a las modificaciones de la oferta que sigue, con escasas alteraciones, el artículo 22 antiguo. De forma similar, el 33 actual, relativo al desistimiento y cese de la oferta, toma su base en el artículo 24 del régimen anterior, sin tener de modo suficiente en cuenta la modificación sustancial que se ha introducido en el régimen de las OPAs, causado en buena medida, como hemos dicho, con motivo de la introducción de las normas derivadas de la Directiva de un fundamento diverso con relación a la oferta obligatoria».

En términos de irrevocabilidad y modificación de la oferta los principales cambios que se vislumbran comparando los dos reales decretos son la eliminación de la posibilidad de someter la oferta a condición, salvo en el caso de ofertas voluntarias, congruente con el paso a un modelo de OPA *a posteriori*, tal y como veremos más adelante, y el nuevo artículo 31.2 que establece la posibilidad del oferente de «asociarse o concertarse con terceros con el fin de modificar su oferta» en determinados casos.

En lo referido a la limitación a la actuación del oferente (artículo 32), la nueva redacción sí que difiere en gran medida del antiguo artículo 23. La nueva norma regula en siete apartados (frente a los tres anteriores) aspectos de diferente relevancia y con vigencia en plazos diversos de tiempos. El apartado 1 del artículo impone un deber de sigilo desde el anuncio del propósito de presentar una oferta (artículo 16) hasta la presentación en la CNMV de la solicitud de autorización (artículo 17), periodo de tiempo que no existía en la regulación anterior al ser el anuncio establecido en el artículo 16 un acto que no existía en el Real Decreto 1197/1991.

El apartado 2, sobre la imposibilidad de ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de participación accionarial de los obligados a lanzar una OPA mientras la oferta no sea autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, es también consecuencia del nuevo modelo de OPA *a posteriori*. En cualquier caso ha sido criticado por SÁNCHEZ CALERO (2009) al reiterar lo dicho en el artículo 26 y por su contradicción con respecto a lo dicho al respecto de designar miembros de órganos de administración de la sociedad afectada.

También es interesante el nuevo apartado 3, que frente a la prohibición de adquirir en el pasado (artículo 23.1) acciones en el mercado cuando la oferta fuese en valores o en metálico y valores,

ahora permite comprar –opción que parece influenciada por lo sucedido en la batalla por el control de Endesa–, si bien en el caso de que así se haga, «el oferente vendrá obligado a ofrecer a todos los destinatarios de la oferta como contraprestación alternativa a la inicialmente fijada, una contraprestación en efectivo que en ningún caso podrá ser inferior al precio más alto pagado por los valores adquiridos de aquella forma».

La misma influencia del caso Endesa parece advertirse en el apartado 5, para el caso de ofertas sólo en efectivo. Si bien esta era una opción que ya aparecía en el artículo 23.2, lo cierto es que la CNMV la había limitado al obligar a los oferentes a comprometerse en el folleto a no comprar acciones de la sociedad objeto de la OPA hasta la finalización de la misma[348]. El mantenimiento de este artículo parece ir contra dicha política de la CNMV, y en gran parte, tras lo acontecido en el caso Endesa. En cualquier caso, volveremos a este tema al referirnos a OPAs competidoras.

Con respecto al desistimiento, el artículo 33 viene a ser un intento de adaptar el antiguo artículo 24 al nuevo modelo de OPA obligatoria *a posteriori*, tratando de acotar lo dicho en la normativa anterior al caso de ofertas voluntarias y con una casuística mayor. En este artículo es sin embargo interesante analizar el nuevo apartado 1.d), que viene a permitir ajustar el precio «siempre que, a la vista de las circunstancias del caso, la eventual reducción en la contraprestación nueva no exceda de lo necesario para preservar la

[348] En este sentido es interesante ver cómo ZURITA (2002) analiza esta práctica de la CNMV poniéndola en relación también con la batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico, al poner como ejemplos de la misma el folleto de Ferroatlántica que establece que «ni Ferroatlántica ni EnBW podrán adquirir, por sí o por persona interpuesta, desde la fecha de presentación de la oferta y hasta la publicación del resultado de la misma, acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico, fuera del procedimiento de oferta pública previsto en este folleto». Incluye, además, como segundo ejemplo, el folleto de la oferta de Adygesinval. En cualquier caso es interesante analizar como la inclusión de esta exigencia en los folletos había sido solicitada por el propio ZURITA (2002) como forma de evitar que una OPA competidora pudiese ser revisada al alza mediante la mera compra de acciones en el mercado.

equivalencia financiera con la antigua y obtenga la previa autorización de la CNMV». Esta inclusión parece estar relacionada con la guerra de OPAs acontecida para controlar Endesa en los años 2005 a 2007 y el cambio de política de dividendos seguido por la empresa ofertada como forma de defensa ante la OPA inicial lanzada por Gas Natural.

4) Cambios sustanciales que no están relacionados con la Directiva europea. En este apartado es posible destacar los siguientes casos:

- OPAs condicionadas en el caso de ofertas voluntarias (artículo 13.2 del Real Decreto 1066/2007), al ampliarse el elenco de posibles condiciones frente a lo permitido por el Real Decreto1197/1991, en su artículo 21.

- La regulación sobre autorizaciones exigidas por otros organismos supervisores y por las autoridades de Defensa de la Competencia, que implica cambios sustanciales en lo establecido en la normativa anterior debido a la adopción de un modelo de OPA obligatoria *a posteriori* y, sobre todo, a la nueva normativa tanto española (Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia) como europea (Reglamento (CE) nº 139/2007 del Consejo de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas)[349].

- Las declaraciones de aceptación de las OPAs han pasado en la nueva regulación a ser revocables en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta, cambiando el artículo 34.3 del Real Decreto de forma radical lo establecido hasta la fecha en el artículo 25 del Real Decreto 1197/1991. Dicho

[349] Para un estudio detallado sobre esta materia consultar VARA, N. (2008). "Las ofertas públicas de adquisición de valores y el control de las concentraciones económicas". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*111), pp. 41-128.

> cambio, que en palabras de SÁNCHEZ-CALERO (2009) «sigue la orientación existente en otros ordenamientos» parece ser consecuencia de lo sucedido en el sector eléctrico[350], cuando un Juzgado de lo Mercantil suspendió la oferta de Gas Natural, dejando a los accionistas de Endesa que ya habían aceptado la oferta con sus valores bloqueados indefinidamente. En mayo de 2006 la CNMV trató de dar solución a este problema permitiendo con carácter excepcional la revocación de las declaraciones de aceptación con base en la doctrina jurisprudencial "*rebus sic stantibus*", tal y como describen CONDE VIÑUELAS y GONZÁLEZ MOSQUEIRA (2010). Dicha situación llevó a un cambio de opinión en la CNMV y el propio legislador a este respecto que se plasmó en la nueva redacción del artículo 34.3 ya mencionada.

También habría que mencionar por último aspectos regulados en la normativa anterior y que desaparecieron en el Real Decreto 1066/2007 como pueden ser la polémica oferta pública en caso de modificación de estatutos de los antiguos artículos 5 y 6 del Real Decreto 1197/1991 o la suspensión de la negociación del antiguo artículo 13, en consonancia con el nuevo modelo de anuncio del lanzamiento de OPAs[351].

2.5.4.1.- OPA obligatoria, total y a posteriori

Tal y como hemos visto al analizar la Directiva europea, el artículo 5 de la misma optaba por un modelo de OPA obligatoria total, *a posteriori* y a precio intervenido[352], lo que venía a romper con la tradición española de OPA parcial *a*

---

[350] Ver a este respecto CONDE VIÑUELAS, V. y GONZÁLEZ MOSQUEIRA, P. (2010). "La reforma del régimen de ofertas competidoras". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 557-592). Valencia: Tirant lo blanch.

[351] Si bien en la práctica lo normal sigue siendo la suspensión de la negociación, sin perjuicio de que las buenas prácticas recomienden el envío del anuncio con el mercado cerrado.

[352] Dicho modelo era deudor del *City Code* británico de 1976 y su posterior extensión en otros países como Francia, en 1989, o en Italia, en 1992, entre otros. Sobre este tema se puede consultar GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1996). "*La OPA obligatoria*". Madrid: Civitas; y ALONSO UREBA, A. y PALÁ LAGUNA, R. (2002). "La posición común de la Unión

priori, si bien es verdad que poco a poco y, especialmente con la reforma del año 2003, el modelo español consagrado en el año 1991 (si bien ya estaba presente en la normativa previa) había venido suavizándose tímidamente en un intento de proteger a los accionistas minoritarios[353]. La reforma de 2003 había reducido el elenco de OPAs parciales aumentando como consecuencia el de OPAs totales, en los casos de adquisiciones superiores al 50% del capital social, y preveía algunos casos de OPAs *a posteriori*, si bien relacionadas con el número de miembros del órgano de administración designados.

A pesar de ello, la reforma de 2003 fue vista por algunos como una ocasión perdida para introducir un sistema de OPA obligatoria *a posteriori*, a pesar de que algún autor consideraba que la Directiva podía ser compatible con el modelo de OPA obligatoria *a priori* anterior a la reforma del año 2007[354].

La Ley del Mercado de Valores y su posterior desarrollo reglamentario introducen finalmente los principios de la Directiva europea tanto en el artículo 60 de la propia ley del como en el artículo 3 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Dicha opción parece venir inspirada por varios principios que, siguiendo a SÁNCHEZ CALERO (2009) se pueden resumir en:

Europea en materia de OPAs (hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 2471-2598). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

[353] Si bien la figura de la OPA obligatoria, en palabras de FERNÁNDEZ DEL POZO (2010), «puede dispensar una sobreprotección del minoritario que viene muy probablemente en su perjuicio, al encarecer el cambio de control y en definitiva al enrarecer el buen funcionamiento del mercado de control con la pérdida de calidad de la función disciplinaria que reporta la amenaza potencial de que prosperen OPAs».

[354] GUERRA MARTÍN parece entender que la legislación española previa a la reforma de la Ley del Mercado de Valores podía encajar con la Directiva europea al considerar que «aunque de los dispuesto en el artículo 5 se deriva un modelo de OPA obligatoria *a posteriori* […] los Estados miembros podrán optar, en virtud de la facultad que expresamente les reconoce el artículo 3.2 para establecer condiciones complementarias y disposiciones más estrictas que las previstas en la Directiva para regular las ofertas, por introducir un sistema de OPA obligatoria previa o *a priori*, en el que, como igualmente sucede en el ordenamiento español, el deber de formular la OPA surja antes de producirse la adquisición de las acciones que se tiene intención de realizar». [GUERRA MARTÍN, G. (2004b). "Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (OPAs)". *Revista de Derecho de Sociedades* (23), pp. 341-353].

- La protección de todos los accionistas, en especial de los accionistas minoritarios, con la finalidad de repartir entre todos ellos la llamada «prima de control».

- El otorgamiento a dichos accionistas, que pueden quedar al margen del grupo de control resultante tras el cambio, de desinvertir «si desconfían del grupo de control».

- Estrechamente relacionada con el punto anterior sería la atracción de inversiones a un mercado eficiente si «éste tiene la posibilidad de desinvertir cuando no se cumplen sus expectativas». En este punto podríamos añadir también la opción de desinvertir precisamente cuando se cumplen las expectativas, ya porque la oferta sea a un precio atractivo ya porque el inversor se hizo accionista de la compañía con la expectativa de una OPA futura.

La propia Directiva permitía a los Estados miembros establecer los porcentajes de derecho de voto que considerasen que otorgaban una posición de control y en uso de esa potestad, el regulador español fijó un límite del 30%[355], si bien estableció otros casos en los que sin alcanzarse dicho porcentaje, la persona puede nombrar a la mayoría de los miembros del Consejo de Administración de la sociedad. Como ya vimos al tratar la reforma del año 2003, estos supuestos, introducidos en dicha reforma, son novedosos entre los países de nuestro entorno y la idea que subyacía tras la reforma se mantuvo en la reforma acontecida en 2007. En este sentido es posible ver como el artículo 6 del nuevo Real Decreto no es más que la adaptación al nuevo modelo de OPA *a posteriori* del antiguo

[355] Este porcentaje está basado en el *City Code* británico, y más especialmente en su regla 9.1. FERNÁNDEZ DEL POZO (2010), siguiendo también estudios previos de FERNÁNDEZ DE ARAOZ (2007) y de GARRIDO GARCÍA (2002b) analizó la situación de concentración empresarial en España, concluyendo que la fijación del umbral de la OPA en España (30%) «es consistente con los datos que arroja nuestro mercado de capitales» al contrastar que hay un elevado número de sociedades en las que el primer accionista «consolida su posición a partir de la posición de más del 30%». [FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2010a). "El precio equitativo en una OPA (I): consideraciones generales". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 245-278). Valencia: Tirant lo blanch; GARRIDO GARCÍA, J. M. (2002b). "*La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*". Zaragoza: Real Colegio de España en Bolonia; y FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (2007). "Los mecanismos contractuales de facilitación y garantía en las operaciones de cesión del control de la sociedad cotizada". *Revista de Derecho de Sociedades* (29), pp. 91-137].

artículo 3.9 de la regulación de 1991 tras su reforma en el año 2003. Si bien su introducción en el año 2003 en el Real Decreto 1197/1991, tuvo críticas doctrinales debido a su falta de cobertura legal, en la reforma del año 2007 los supuestos relacionados con nombramientos de consejeros –deudores de varios casos concretos que produjeron cierto escándalo social y que ya hemos detallado al hablar de la reforma de 2003– tuvieron su adecuada cobertura legal en el artículo 60.2 de la Ley del Mercado de Valores. A pesar de ello su encuadramiento dentro de la Directiva europea no es pacífico ya que ésta habla de participación de control derivada de la adquisición de un porcentaje de derechos de voto, lo que no sería el caso en el modelo español, si bien autores como SÁNCHEZ CALERO (2009) lo incluyen dentro de la habilitación al legislador español para fijar el «método de cálculo» de dichos derechos de voto.

2.5.4.2.- Precio equitativo

El hecho de que se recalque que la OPA obligatoria *a posteriori* sea a precio equitativo –en realidad podríamos también hablar de un precio mínimo establecido por la regulación– es en cierto modo redundante una vez que en sistemas tanto de OPA voluntaria[356] como de OPA *a priori*, no es necesaria tal previsión, ya que será el propio mercado el que decida si el precio ofrecido es suficiente para hacerse con el control o si la operación se ve abocada al fracaso por un precio que no resulte suficientemente atractivo para un número suficiente de accionistas.

A pesar de ello es posible ver cómo en sistemas de OPA voluntaria se introducen mecanismos de control sobre el precio ofrecido. La justificación ha sido tradicionalmente, al igual que en los casos de OPA obligatoria *a posteriori*, la

[356] En este sentido ver a FERNÁNDEZ DEL POZO (2010a) así como el propio Informe Winter, en el que se analizó la posibilidad de incluir el concepto de precio equitativo también en el caso de la OPA voluntaria.

protección del accionista minoritario, si bien en este caso para protegerlos ante lo que la doctrina ha dado en llamar "*structurally coercitive offers*"[357].

La evolución de la cuestión en la legislación española es pareja a lo dicho en párrafos anteriores. En tanto en cuanto el Real Decreto 1197/1991, estuvo basado en un modelo de OPA obligatoria *a priori*, no hubo necesidad de establecer un «precio equitativo», quedando la equidad del precio fijado al arbitrio de los accionistas. Esto no era óbice para que en determinados tipos de OPAs sí que se hiciese referencia a un precio mínimo en determinados casos como las OPAs de exclusión (artículo 7) o las OPAs por adquisiciones indirectas y sobrevenidas (artículo 3) y la OPA en caso de modificación de estatutos (artículo 5), estando en estos dos últimos casos la mención de dicho precio referenciada al propio artículo 7[358].

Sin embargo, la introducción en la reforma ya estudiada de 2003 de casos concretos de OPA *a posteriori*, básicamente por designación de miembros del órgano de administración de la sociedad afectada del artículo 3.7 obligó al regulador a introducir indirectamente el concepto de precio equitativo al considerar que dicho precio no podía ser inferior «al más elevado que se haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con él en los 12 meses previos a la solicitud».

---

[357] En la doctrina americana, donde la experiencia en OPAs voluntarias es notoria, puede verse este tema en BEBCHUCK y FARRELL (1999), así como el brillante resumen sobre el estado de esta cuestión desarrollado por FERNÁNDEZ DEL POZO (2010).

[358] El artículo 7 establecía en su punto 3 que «El precio ofrecido, que deberá ser objeto de autorización expresa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y de explicación en el folleto de la oferta, no podrá ser inferior al que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, al menos los siguientes criterios, apreciados con referencia al momento en que se formule la oferta:

a) Valor teórico contable de la sociedad.

b) Valor liquidativo de la sociedad.

c) Cotización media de los títulos durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de exclusión, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

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

Si bien se ha escrito mucho sobre la justificación de la existencia de un precio equitativo, lo cierto es que la doctrina apenas se separa en este tema de los argumentos que ya hemos mencionado al hablar de OPA obligatoria: igual trato de los accionistas; la posibilidad del accionista minoritario de salir de una empresa sujeta a un cambio de control; o la participación de los accionistas de control, por lo que no nos detendremos en ellos.

La Directiva europea habla del precio equitativo en su artículo 5, que sigue lo previsto en la regla 9 del *City Code* británico[359]:

> 4. Se considerará precio equitativo el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce, antes de la oferta contemplada en el apartado 1. Si el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo compran valores a un precio superior al de la oferta después de que ésta se haya hecho pública y antes del cierre del plazo de aceptación, el oferente deberá incrementar el precio de su oferta hasta alcanzar como mínimo el precio más alto pagado por los valores adquiridos de esta forma.
>
> Siempre y cuando se respeten los principios generales a que se refiere el apartado 1 del artículo 3, los Estados miembros podrán autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio contemplado en el primer párrafo en circunstancias y según criterios claramente determinados. A tal fin, los Estados miembros podrán elaborar una lista de circunstancias en las que el precio podrá modificarse al alza o a la baja, tales como, por ejemplo, en caso de que el precio más elevado se haya fijado por acuerdo entre el comprador y un vendedor, de que los precios del mercado de valores en cuestión se hayan manipulado, de que los precios de mercado en general o de determinados precios en particular se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales o a fin de permitir el

[359] «An offer made under Rule 9 must, in respect of each class of share capital involved, be in cash or be accompanied by a cash alternative at not less than the highest price paid by the offeror or any person acting in concert with it for any interest in shares of that class during the 12 months prior to the announcement of that offer. The Panel should be consulted where there is more than one class of share capital involved».

saneamiento de una empresa en crisis. Los Estados miembros podrán también definir los criterios que deberán utilizarse en estos casos, tales como, por ejemplo, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor de liquidación de la sociedad u otros criterios de evaluación objetivos generalmente utilizados en el análisis financiero.

Toda decisión de las autoridades de modificar el precio equitativo deberá ser motivada y pública.

La transposición de dicho precepto aparece en el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores que fue desarrollado por el artículo 9 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de ofertas públicas de adquisición de valores.

La regla básica del precio equitativo es la de fijarlo por referencia al precio más alto pagado por el oferente un periodo determinado de tiempo anterior al lanzamiento de la OPA, si bien este modelo de fijación es afinado por otros modelos de cálculo del precio equitativo. Algunos autores han criticado que este modelo, muy apegado a un mercado como el británico donde la propiedad de las sociedades cotizadas está muy dispersa, perjudica el lanzamiento de OPAs en países donde el control está más concentrado[360].

El mencionado artículo 9 del Real Decreto 1066/2077 se aplica, como es lógico a aquellas OPAs obligatorias tras alcanzarse el control de una sociedad. También se aplica dicho precio mínimo equitativo en el caso de OPA por toma de control indirecta o sobrevenida del artículo 7. Es interesante en este caso analizar

[360] Ver en este sentido FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2010b). "El precio equitativo en una OPA (II): La regulación en el RDOPAS". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 279-298). Valencia: Tirant lo blanch; SEPE, S. (2006). "Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid is Inefficient". University of Siena, Faculty of Economics, Siena; o VENTORUZZO, M. (2007). "The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and US Takeover Regulation: Different Regulatory Means, Not so Different Political and Economical Ends". Bocconi University, Institute of Comparative Law. Research Paper 06-07; entre otros. El tratar de adquirir el control, no ya de múltiples accionistas con escaso poder de negociación sino de un número de accionistas que ya controlan, al menos parcialmente la sociedad afectada hacen que los premios requeridos por éstos -y por ende extensibles al resto de accionistas minoritarios- sean mayores, actuando como una barrera al lanzamiento de OPAs que acaba por perjudicar al propio minoritario al reducir la probabilidad de OPA sobre la sociedad afectada.

cómo se mantiene el esquema de la reglamentación anterior, si bien en ésta como el precio equitativo no era relevante en el modelo de OPA obligatoria, el precio de referencia era el fijado para la OPA de exclusión.

El principio general para ver cuál es el precio equitativo mínimo es «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»[361].

Si bien las cuestiones que surgen respecto a este precepto son numerosas, simplemente destacaremos aquí el hecho de que es posible una contraprestación como permuta o cambio de valores (o una mezcla de efectivo más canje) pero siempre ofreciendo, como alternativa una contraprestación en efectivo equivalente financieramente. Y junto a ello el hecho de que en los casos en que la sociedad afectada haya anunciado el pago de algún tipo de dividendo o similar pagadero antes de la liquidación de la oferta, el oferente deberá aclarar si la contraprestación será ajustada o no para tener en cuenta dicho pago a los accionistas.

Es evidente, atendiendo a la casuística y a la propia regulación, que hay muchas situaciones en las que se adquiere el control de la sociedad afectada sin haberse llevado a cabo compras de acciones que permitan actuar como referencia para fijar el precio equitativo. Entre estas situaciones cabe destacar la OPA obligatoria por designación de consejeros, determinadas tomas de control indirectas o sobrevenidas, concierto entre dos accionistas que compraron sus acciones antes del periodo de once meses legalmente establecido, o como añade

[361] Otros países de la Unión Europea han optado por un modelo más exigente pero permitido por la Directiva por el cual el precio equitativo deberá ser al menos el mayor entre el precio de adquisición por el oferente o persona concertada en un periodo de tiempo y el precio de mercado en un periodo de tiempo inmediatamente anterior al anuncio de la oferta, de modo que el precio de mercado también es relevante a la hora de fijar el precio de una OPA obligatoria.

FERNÁNDEZ DEL POZO (2010b), en los casos de que la adquisición sea consecuencia de una herencia o legado.

En estos casos es interesante analizar una vez más cómo, por herencia de la regulación anterior, se hace referencia a los métodos fijados por el artículo 10.5, referido a las OPAs de exclusión. Esta referencia ha sido criticada por la doctrina al considerar que mientras que lo previsto en el artículo 9.1 (y 9.2) asegura el pago de una prima de control, el juego del artículo 10.5 (y 9.4, como luego veremos) no garantiza dicho premio[362].

El artículo 9.4 implica un elevado margen de discrecionalidad, una vez más, para la CNMV –si bien en este caso proveniente de la propia Directiva y no de la Ley del Mercado de Valores o el propio Real Decreto 1066/2007–, al poder ésta «modificar el precio calculado con arreglo a lo dispuesto en los apartados anteriores» en determinados casos como, a título de ejemplo, pagos de dividendos, cotizaciones que presenten indicios razonables de manipulación, o sociedades en serias dificultades financieras. Es interesante subrayar cómo parece posible que la modificación del precio sea tanto en el sentido de elevarlo como en el sentido de reducirlo. Los casos en que esta modificación del precio equitativo pueden darse aparecen en la Directiva en su artículo 5.4, si bien no parecen cerrados, siendo la lista que aparece en el artículo 9.4 más detallada que la de la Directiva.

Aunque excluida del ámbito temporal del análisis de esta tesis, parece interesante por último mencionar cómo un tema en el que lo acontecido en el sector energético –en este caso el sector petrolífero y no el eléctrico– ha marcado una nueva reforma legislativa en lo que al precio de la oferta se refiere. Nos referimos a la expropiación por parte del gobierno argentino de la filial de Repsol, YPF. Ante la posibilidad de que la empresa española pudiese ser objeto de una OPA debido a la importante caída del precio que supuso la noticia, el legislador

[362] En este sentido ver FERNÁNDEZ DEL POZO (2010b).

introdujo, mediante la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital[363], un nuevo cambio en la Ley del Mercado de Valores que obligaba, tanto en el caso de OPA obligatoria como de OPA voluntaria, a proporcionar un informe de experto independiente en el caso, entre otros, de que «la sociedad afectada se haya visto sujeta a expropiaciones, confiscaciones u otras circunstancias de igual naturaleza que puedan suponer una alteración significativa del valor real de su patrimonio». Adicionalmente:

> El precio ofrecido no podrá ser inferior al mayor entre el precio equitativo al que se refiere el artículo 60 de esta Ley y el que resulte de tomar en cuenta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el informe.
>
> Asimismo, si la oferta se formulara como canje de valores, además de lo anterior, se deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido.

2.5.4.3.- Supuestos excluidos

Un tema relevante, tanto en el modelo previo como en el nuevo modelo de OPA obligatoria *a posteriori* son aquellos casos en los que concurriendo los presupuestos que obligarían a lanzar una OPA, el regulador ha entendido que quedan excluidos de dicha obligación[364]. En la antigua redacción del artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores se remitía al desarrollo reglamentario, «en su caso, las operaciones exceptuadas de este régimen por consideraciones de interés

[363] BOE nº 150, de 23 de junio de 2012.

[364] Sobre este tema puede consultarse FARRANDO, I. (2010b). "El régimen de excepciones al deber de formular una OPA obligatoria". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 153-182). Valencia: Tirant lo blanch; TAPIA, A. J., ALONSO, C. y RODRÍGUEZ, I. (2010). "OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 161-326). Barcelona: Bosch; o ZURITA, J. (2009). "Artículo 8. Supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 210-229). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

público», mientras que en la redacción actual el apartado 5. i) se limita a mencionar «las operaciones exceptuadas de éste régimen»[365].

Dicho precepto es desarrollado en el artículo 8 del Real Decreto 1066/2007, que es deudor del antiguo artículo 4[366], si bien se incluyen algunas excepciones novedosas y falta otro supuesto que si bien aparece en el artículo 5.4, podría, por su naturaleza haber sido incluido en el artículo 8[367]. Los supuestos excluidos de la obligatoriedad de lanzar una OPA son:

- Adquisiciones por parte de entidades como el Fondo de Garantía de Depósitos, Fondo de Garantía de Inversiones y organismos similares cuyo fin es llevar a cabo operaciones de saneamiento (apartado a). Dicha excepción es idéntica a la del antiguo artículo 4 a);

- Adquisiciones de conformidad con la Ley de 16 de diciembre de 1954 sobre Expropiación Forzosa[368] (apartado b), tratando de proteger el interés público. Este supuesto aparecía de forma casi idéntica en el antiguo artículo 4 b). Es interesante ver cómo, según afirman TAPIA, ALONSO y RODRÍGUEZ (2010), es consecuencia de lo acontecido con la expropiación de Rumasa, una vez que varias de las filiales del grupo cotizaban en Bolsa;

[365] SÁNCHEZ CALERO (2009) sugiere la posibilidad de que dicho cambio sea atribuible a la dificultad de conciliar el interés público y el régimen de excepciones que advertía JIMÉNEZ-BLANCO (1994) a la luz de la regulación anterior. Ver en JIMÉNEZ-BLANCO, G. (1994). "Los supuestos excluidos de las ofertas públicas de adquisición". En POLO DÍEZ, A. (Coord.), "*Estudios de derecho bancario y bursátil (homenaje a Evelio Verdera y Tuells)*" (Vol. II, pp. 1323-1340). Madrid: La Ley-Actualidad.

[366] Si bien como ya vimos, algunos de los supuestos (acuerdo de todos los accionistas; adquisición de una participación como consecuencia de una conversión o capitalización de créditos; o la ya eliminada adquisición «tratándose de una situación que haya sido calificada por el Servicio de Defensa de la Competencia como de control conjunto») fueron introducidos en la reforma del año 2003.

[367] Nos referimos a las redistribuciones de derechos de voto, tal y como explican TAPIA, ALONSO y RODRÍGUEZ (2010).

[368] BOE nº 351, de 17 de diciembre de 1954.

- Adquisiciones aceptadas unánimemente por los accionistas (apartado c), a semejanza de los dispuesto en el antiguo artículo 4 c), si bien ahora se impone la obligación adicional de excluir «de negociación de los valores de los mercados secundarios oficiales en que estuvieran admitidos»[369];

- Adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente, aunque no esté en concurso, siempre que se trate de operaciones concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad (apartado d). Si bien este caso es similar al antiguo artículo 4 e), lo cierto es que se produjo un cambio sustancial al no ser necesaria la situación de concurso. Básicamente estamos ante un supuesto similar al del artículo 8 a) si bien en este caso la adquisición no tiene carácter temporal.

- Adquisiciones a título gratuito (apartado e), no previstas en el Real Decreto 1197/1991 pero presentes en otros ordenamientos, como el propio *City Code*, y aceptado por la doctrina, aunque presenta diferentes problemas tanto en la teoría como en la práctica en los que no nos detendremos pero que, siguiendo una vez TAPIA, ALONSO y RODRÍGUEZ (2010) podrían haberse solventado limitando esta excepción a las adquisiciones *mortis causa* y habiendo sometido las adquisiciones a título gratuito *inter vivos* sometidas al régimen de ofertas sobrevenidas.

- Adquisiciones del control tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores (apartado f). Este supuesto trae causa del artículo 5.2 de la Directiva europea, siendo por tanto una novedad en nuestro

[369] Este apartado ha sido ampliamente criticado tanto por su redacción como por su improbabilidad. Puede verse esta crítica junto con una amplia mención bibliográfica a críticas a la redacción dada en el Real Decreto 1197/1991 en FARRANDO (2010b).

ordenamiento derivada de la asunción de un modelo de OPA obligatoria *a posteriori*. En cualquier caso, debido a la posibilidad de fraude en este modelo de OPAs se exige para que la excepción funcione, que la OPA voluntaria haya sido a un precio equitativo o que haya sido, en su defecto, aceptada por accionistas que representen el 50% de los derechos de voto a los que la oferta estuviese dirigida.

- Adquisición del control como consecuencia de una fusión, siempre que no se hubiese votado a favor de la misma en la Junta General correspondiente de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial. (apartado g). Esta excepción es también novedosa en nuestro ordenamiento, siendo consecuencia del dictamen del Consejo de Estado sobre este texto legal.

2.5.4.4.- Defensas frente a las OPAs. Deber de abstención y medidas de neutralización

Ya el Informe Winter[370] distinguía dos tipos de medidas de defensa contra OPAs no deseadas o no solicitadas, aquellas adoptadas con anterioridad a la presentación de una OPA concreta, o «pre-OPA» y aquellas adoptadas una vez que ha sido anunciada una OPA concreta o «post-OPA», que SÁNCHEZ CALERO (2009) prefiere calificar como medidas «previas» y «sucesivas», respectivamente[371]. Es al hablar de las segundas a las que normalmente nos

[370] Denominado en inglés, como ya vimos al tratar la Directiva europea, "Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues related to Takeover Bids".

[371] En realidad, la distinción proviene de la doctrina francesa, apareciendo ya en la primera gran obra en España sobre el tema: ZURITA, J. (1980). "*La oferta pública de adquisición (OPA)*". Madrid: Bolsa de Madrid - Servicio de Estudios.

referimos al hablar del deber de neutralidad (o "*passivity rule*") mientras que el término de neutralización o "*break-through*" se aplica al primer grupo[372].

Siguiendo a FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2005) los fundamentos teóricos para la prohibición o limitación de dichas medidas serían el principio de igualdad de trato entre accionistas; o el principio de «protección de intereses ajenos», entendiéndose como tal el «privar al órgano de administración de toda posibilidad de injerencia en la composición del accionariado y en el mercado de control de empresas». Además, a la luz del Derecho Comunitario y comparado incluye otros dos fundamentos adicionales como son «el deseo de eliminación de cualquier obstáculo artificial al desarrollo de las OPAs» y, la «tutela del carácter democrático y plebiscitario de las OPAs como procedimiento de concentración empresarial», garantizando el diálogo directo entre oferente y accionistas.

Es interesante a este respecto ver cómo la tradición norteamericana, hasta quizá la sentencia del Tribunal Supremo de Delaware (*Delaware Supreme Court*) de *Unitrin vs. American General Corporation*, a pesar de mantener el principio básico de que los gestores de la empresa deben siempre actuar en interés de la compañía y sus accionistas viene a permitir la adopción de medidas anti-OPA, o "*poison pills*", en la medida en que dichas medidas pueden potenciar la posición negociadora de los administradores, permitiendo negociaciones del precio de la oferta que beneficien a todos los accionistas[373]. En este mismo sentido, en la

[372] Estudios interesantes sobre los distintos tipos de medidas defensivas pueden encontrarse en PALACÍN, M. (1999). "Estrategias de defensa anti-OPA en España: un debate abierto". *Actualidad financiera* (11), pp. 17-36; ARRUÑADA, B. (1990). "*Control y regulación en la sociedad anónima*". Madrid: Alianza Editorial; o FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2005). "Alcance y significado de la passivity rule tras la aprobación de la Directiva 2004/251/CE". *Revista de Derecho de Sociedades* (25), pp. 305-315.

[373] Sobre los beneficios para los accionistas de las medidas defensivas puede consultarse, entre otros, BEBCHUK, L. (1990). "*Corporate Law and Economic Analysis*". Cambridge: Cambridge University Press. Destacan también en este sentido las obras COASE, R. (1972). "Industrial Organization: A Proposal for Research". En FUCHS, V. (Edit.), "*Policy Issues and Research Opportunities in Industrial Organization*" (pp. 59-73). Cambridge: National Bureau of Economic Research; y COATES, J. (2000). "Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence". *Texas Law Review , 79* (2), pp. 271-382. En España apoya esta visión PAZ-ARES, J. C. (22 de junio de 2002). "Los blindajes anti-OPA: ¿Dr. Jekill o Mr. Hide?". Expansión. En sentido contrario destaca el interesante estudio de SUBRAMANIAN, G. (2003). "Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses". *Yale Law Journal* (113), pp. 621-686.

doctrina española se pronuncia, tras la batalla por el control de Endesa, GARCÍA DE ENTERRÍA (2008a)[374].

Si bien es cierto que la normativa anterior ya regulaba, en el artículo 14, el deber de neutralidad del órgano de administración de la sociedad afectada, es evidente que la Directiva europea, y más concretamente su artículo 9, ha supuesto un cambio cualitativo de gran envergadura que puede apreciarse en dos hechos concretos. En primer lugar, el que se dedique todo un capítulo (VI) del Real Decreto 1066/2007 a las «Defensas frente a las ofertas públicas de adquisición», que abarcaba tanto el deber de pasividad (artículo 28) –o como prefiere la doctrina más reciente deber de neutralidad– como la neutralización de las medidas defensivas previas (artículo 29) frente a sólo un artículo en la normativa previa. Y, en segundo, el detalle dado al nuevo artículo 28 frente al ya mencionada artículo 14 del Real Decreto 1197/1991[375].

Como ya vimos al hablar de la Directiva, este fue uno de los aspectos más polémicos de la misma, permitiendo la versión final de la misma en su artículo 12 que lo relativo a dichas medidas defensivas fuese, a criterio de cada Estado miembro, requerido o no a las sociedades con domicilio social en su territorio.

En Derecho español el deber de abstención del órgano de administración aparece ya en los Reales Decretos 1848/1980 y 274/1984, en su artículo 12, estableciendo de forma genérica que «los miembros de los consejos de administración y los directores de la sociedad promotora o afectada, o cualquier

[374] El autor considera que «los posibles reflejos defensivos de los administradores, más que hacer fracasar la OPA, parecen contribuir en realidad –como acredita la experiencia práctica- a aliviar los graves problemas de coordinación que padecen los accionistas de la sociedad afectada y a forzar al oferente a mejorar las condiciones de su oferta». [GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2008a). "El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA". *Revista de Derecho del Mercado de Valores* (2), pp. 89-136].

[375] El nuevo artículo 28 se denomina «limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y su grupo» mientras que el antiguo artículo 14 se denominaba «limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y de las de su grupo».

persona en situación de conocer la información confidencial correspondiente a la fase preparatoria de una oferta, además de guardar el secreto de las negociaciones, deberán abstenerse de hacer operación alguna en condiciones diferentes a las de la propia oferta pública de adquisición»[376]. Es el Real Decreto 1197/1991 el que implica un cambio sustancial al respecto en su artículo 14, que, a pesar de los importantes cambios inducidos por la Directiva, ha mantenido cierta influencia sobre el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007[377].

Once años después de la aprobación del Real Decreto 1197/1991, GARRIDO GARCÍA (2002) todavía reconocía que sus conclusiones al respecto de la prohibición del uso de defensas en el Derecho español eran «apresuradas» debido a la escasa proliferación de ofertas hostiles en España hasta la fecha. Por ello la batalla por el control de Endesa y el elenco de medidas defensivas adoptadas por el consejo de la compañía supusieron un evidente *test* para la regulación de OPAs en España, con notable influencia tanto en la doctrina como en la regulación posterior a la misma, tal y como iremos viendo[378].

---

[376] Una concisa evolución histórica del deber de pasividad puede consultarse en SÁNCHEZ CALERO, F. (2009). "*Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*". Madrid: Civitas.

[377] Sobre el deber de pasividad en el Real Decreto 1197/1997 pueden consultarse, entre otros, GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1999). "*Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*". Madrid: Civitas; GARRIDO GARCÍA, J. M. (2002a). "La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 2719-2752). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España; o GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2009). "Artículo 28. Limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 613-668). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

[378] La OPA de Endesa resulta paradigmática en lo que respecta a la "*passivity rule*". En primer lugar, por la diversa batería de medidas adoptada por el consejo de administración de Endesa contra la oferta lanzada por Gas Natural: judicialización, intento de que la operación fuese analizada por las autoridades de la competencia europeas y no las españolas, pago de dividendos extraordinarios, búsqueda de ofertas alternativas, etc. Y adicionalmente por el hecho de que dichas medidas tuviesen que ser analizadas no sólo a la luz del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, y fundamentalmente de su artículo 14, sino también a la luz de la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, a pesar de que dicha norma comunitaria no hubiese sido transpuesta a la regulación española en dichas fechas. Un estudio completo al respecto puede consultarse en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2005). "Alcance y significado de la passivity rule tras la aprobación de la Directiva 2004/251/CE". *Revista de Derecho de Sociedades* (25), pp. 305-315. A ello hay que añadir como hasta dicha OPA la práctica española en medidas defensivas *a posteriori* era poco frecuente frente a la prodigalidad de las empresas españolas en el uso de medidas estatutarias de blindaje,tal y como afirmaban SÁNCHEZ-CALERO, J. y TAPIA, A. J.(2002). "Las OPAs en el mercado español". *Revista Iberoamericana de los mercados de valores* (6), pp. 66-82.

La reforma del año 2007[379] introdujo el tema del deber de pasividad en el artículo 60 *bis* de la Ley del Mercado de Valores, completado posteriormente en el ya mencionado artículo 28 del Real Decreto 1066/2007.

El antiguo artículo 14[380], deudor de lo que preveía en ese momento la Primera Propuesta de Directiva, en su versión del año 1990, establecía el principio general de que «el órgano de administración de la sociedad afectada se abstendrá de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta», basándose en el principio básico de que los miembros del órgano de administración deben «en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios»[381]. Posteriormente el propio artículo

[379] Sobre el deber de pasividad en la Directiva europea y en el Real Decreto 1066/2007 pueden consultarse, entre otros, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2005). "Alcance y significado de la "*passivity rule*" tras la aprobación de la Directiva 2004/251/CE". *Revista de Derecho de Sociedades* (25), pp. 305-315; GARRIDO GARCÍA, J. M. (2010). "El deber de neutralidad". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 493-512). Valencia: Tirant lo Blanch; o FERNÁNDEZ TORRES, I. (2009). "El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 503-544). Barcelona: Bosch. Puede además consultarse un interesante análisis de Derecho Comparado en FERNÁNDEZ TORRES, I. (2008). "Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*110), pp. 7-47.

[380] Un tema interesante con respecto al antiguo artículo 14 del Real Decreto 1197/1991 es cómo podía ser utilizado para evitar una OPA mediante el lanzamiento previo de otra OPA sobre la oferente. Y en este sentido destaca también el sector eléctrico, si bien en este caso dichas OPAs no llegaron a materializarse. Nos referimos en este caso a la respuesta que Endesa preparó ante los rumores de que Repsol podría lanzar una OPA sobre Iberdrola. Al oponerse Endesa a dicha OPA, una de las medidas que preparó ante el eventual fracaso de sus negociaciones con Repsol fue el lanzamiento de una oferta voluntaria sobre Repsol para adquirir una participación no significativa, siendo el objeto de la misma el impedir a Repsol formular su OPA sobre Iberdrola hasta que lo autorizase su Junta, debido a lo establecido en el mencionado artículo 14. Dicho caso puede ser visto en ZURITA, J. (2002). "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores". En VARIOS, "Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)" (Vol. III, pp. 3031-3092). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

[381] Es interesante en este sentido la postura de FERNÁNDEZ TORRES (2009) que considera que con base en el artículo 14 del Real Decreto 1197/1991 el órgano de gobierno no podía siquiera convocar una Junta General para debatir los términos de la oferta o aprobar medidas contra la misma. No es posible en cualquier caso obviar que, tal y como explica SALAZAR (2003) «el criterio de la CNMV sobre la convocatoria de Junta de la sociedad afectada ha sido muy restrictivo. Ello era consecuencia de la consideración de que la convocatoria de Junta General por los administradores era una medida que tenía por «objeto principal» perturbar el desarrollo de la oferta, y por tanto, prohibida por el artículo 14 del Real Decreto 1197/1991». Sobre el carácter «perturbador» de la Junta General cabe ver como ejemplo paradigmático lo acontecido ya en el año 2012 con otra empresa del sector eléctrico, FERSA, que celebró una Junta extraordinaria para analizar la oferta que por ella había presentado *Greentech Energy Systems* el viernes 27 de julio cuando el plazo para la aceptación de la misma finalizaba el lunes 30 de julio. Ver FERNÁNDEZ TORRES, I. (2009). "El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 503-544). Barcelona: Bosch; y SALAZAR, L. (2003). "Modificaciones introducidas en el régimen jurídico de las OPAs por el Real Decreto 432/2003". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*91), pp. 229-247.

establecía en su apartado 2 actividades concretas que no podían ser llevadas a cabo como:

a) Acordar la emisión de acciones, obligaciones de cualquier clase y otros valores o instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas, excepto cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la Junta General.

b) Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar ésta.

c) Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando puedan frustrar o perturbar la oferta pública.

Frente a ello, el nuevo artículo 28, mucho más detallado, junto con cambios técnicos como la referencia al anuncio de la oferta frente a la antigua suspensión de la negociación o una mayor amplitud y precisión sobre a quién afecta el deber de neutralidad[382], introduce varias novedades relevantes:

- Se elimina cualquier mención a actividades que no sean «propias de la actividad ordinaria de la sociedad» y desaparece el principio de «prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios»[383].

[382] Mientras el artículo 14.1 del Real Decreto 1197/1991 se limitaba al órgano de administración de la sociedad afectada y el artículo 14.2 lo ampliaba a las sociedades del grupo de la sociedad afectada y a quienes pudieran actuar concertadamente con ésta, la nueva redacción del artículo 28 del Real Decreto 1066/2007 se refiere a «los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada; cualquier órgano delegado o apoderado de los mismos; sus respectivos miembros; así como las sociedades pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y cualquiera que pudiera actuar concertadamente con los anteriores». Esta mayor amplitud es valorada positivamente por FERNÁNDEZ TORRES (2009).

[383] Si bien, como acertadamente recuerda SÁNCHEZ CALERO (2009), cabe considerar que ese principio continúa vigente al aparecer mencionado en el Considerando 2 de la Directiva europea al decir que «es necesario proteger los intereses de los titulares de los valores de sociedades que estén sujetas al Derecho de un Estado miembro cuando éstas sean objeto de una oferta pública de adquisición o de un cambio de control y al menos parte de sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de un Estado miembro» y más concretamente en el artículo 3 c) que al enumerar los principios generales menciona específicamente que «el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta».

- Frente a la prohibición expresa de determinadas actuaciones por parte del órgano de administración, se permite «emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta» siempre que se obtenga autorización previa de la Junta General de Accionistas. En el caso de que actuaciones de este tipo aprobadas en Junta antes del anuncio público de la oferta, se requerirá que la Junta las apruebe o confirme siempre que sean decisiones que no se inscriban en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta.

- Se declara expresamente que el órgano de administración podrá, sin necesidad de autorización expresa, «buscar otras ofertas». Esta posibilidad, no reconocida ex profeso en la normativa anterior ya era mayoritariamente aceptada por la doctrina. A pesar de ello, es interesante para ésta tesis debido a que la propia CNMV, a través de su presidente, D. Manuel Conthe, reconoció en carta enviada al presidente de Endesa, D. Manuel Pizarro, la posibilidad de que los gestores de la empresa buscasen ofertas competidoras, si bien es difícil distinguir en ese caso concreto si dicha interpretación se basaba sólo en el Real Decreto 1197/1991 o tenía ya en cuenta lo aprobado por la Directiva europea.

- Junto a la enumeración de actividades que expresamente el órgano de gestión no puede llevar a cabo (salvo autorización de la Junta, como hemos visto en el punto anterior), que corre paralela a la enumerada en el antiguo artículo 14, si bien con más detalle, se incluye una nueva actividad vetada como es «repartir dividendos extraordinarios o remunerar de cualquier otra forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos a los accionistas o titulares de otros valores de la sociedad afectada, salvo que los correspondientes acuerdos societarios hubieran sido aprobados con carácter previo por el órgano social competente y hechos públicos». Este nuevo caso está ampliamente ligado, una vez más a

lo acontecido en el caso de la batalla por el control de Endesa y al uso que en la misma se dio a la política de dividendos, tal y como reconoce GARRIDO GARCÍA (2010). También relacionado con el caso Endesa, tal y como reconoce GARCÍA DE ENTERRÍA (2008) es la pequeña alteración del artículo 28.1.b) –con respecto al antiguo artículo 14 del Real Decreto 1197/1991– al añadir la apostilla «incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores». Señala el mismo autor la estrecha relación entre esa apostilla y la polémica carta que con anterioridad había remitido el presidente de la CNMV al presidente de Endesa, recordándole su deber de pasividad y afirmando que a juicio de la CNMV serían contrarias a dicho deber las actuaciones de «directivos o miembros del consejo de Endesa, ya sea efectuadas directamente, o a través de bancos de inversión u otras entidades o personas, que tengan como fin primordial fomentar la compra de acciones de Endesa por inversores contrarios a la OPA».

- El artículo 28 detalla a su vez diversos aspectos la dicha Junta de accionistas, que no eran reguladas hasta la fecha o caían dentro del régimen general sobre las mismas. Es importante en este aspecto subrayar la posibilidad de en estos casos convocar una Junta General «de urgencia», tal y como establece el artículo 9.4 de la Directiva, que establece que «dicha Junta se celebre al menos dos semanas después de su notificación». Dicha disposición fue acogida en la normativa española en el artículo 60 bis que establece un plazo de 15 días –frente al plazo de un mes que se establecía como norma general en el artículo 97.1 de la Ley de Sociedades Anónimas–. Esta mención al plazo de 15 días no aparece sin embargo recogida en el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007[384].

[384] Un análisis sobre la problemática de esta Junta General «de urgencia» puede verse en FERNÁNDEZ TORRES (2008).

- Se establece, a la luz de lo permitido por el artículo 12.3 de la Directiva europea, el principio de reciprocidad para el caso de sociedades oferentes no domiciliadas en España y no sujetas a normas equivalentes, si bien, cualquier medida a la luz de este precepto requerirá ser autorizada por la Junta como máximo dieciocho meses antes de que la OPA se haya hecho pública.

Un elemento interesante de la nueva situación es lo que GARRIDO GARCÍA (2010) ha venido a calificar como «zonas grises» de la normativa y que básicamente centra en dos aspectos que, aunque el propio autor no lo menciona, parecen tener claros ejemplos también en lo sucedido en la batalla por el control de Endesa. Nos referimos a las comunicaciones a los accionistas y a la «judicialización» de la OPA mediante la interposición de recursos administrativos o judiciales que parecen claramente frustrar o paralizar de forma efectiva una OPA. El primer punto no parece haber quedado resuelto y se refiere a comunicaciones e incluso campañas de comunicación que parecen tener como objetivo más o menos evidente obstaculizar la oferta criticando la propia oferta o incluso al oferente. Si bien parece que la opinión de los administradores sobre la oferta tiene un cauce reglado que es el informe del artículo 24, tanto la doctrina como los propios reguladores se han mostrado divididos con respecto a este tipo de prácticas[385].

En lo que respecta a la judicialización de la oferta, tal y como hizo el Consejo de Administración de Endesa con respecto a la oferta inicial lanzada por Gas Natural recurriendo diversas decisiones tanto de la empresa oferente como de terceros o incluso de entidades reguladoras como la propia CNMV, lo cierto es

[385] Para un análisis más detallado de las diferentes visiones sobre este tema ver GARRIDO GARCÍA (2010). Es favorable, en cualquier caso, a esta posibilidad GARCÍA DE ENTERRÍA (2008) basándose en que la publicidad es «incapaz por sí misma de impedir el éxito de la OPA», así como en la decisión al respecto adoptada en el Auto de 13 de febrero de 2006 del Juzgado de lo Mercantil nº1 de Barcelona o, en el caso alemán, e Auto de 14 de diciembre de 1999 del *Landgericht* o Tribunal Territorial de Düsseldorf.

que la cuestión para autores como GARRIDO GARCÍA (2010)[386] parece haber sido zanjada en la nueva regulación. En cualquier caso, no es posible afirmar que la solución haya venida dada por lo acontecido por el sector eléctrico sino que es evidente que la propia regulación impuesta por la Directiva europea acaba de raíz con este tipo de problemas ya que la presentación de recursos administrativos o judiciales, salvo quizá en los casos de actuaciones de urgencia[387], requiere ya de autorización de la Junta de accionistas conforme a lo establecido en el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007.

A pesar de ello, la situación no parece ser pacífica y será necesario ver la práctica venidera a la hora de ver cómo se desarrolla esta cuestión desde un punto de vista práctico. Entre las opiniones positivas cabe destacar a GARCÍA DE ENTERRÍA (2008), que considera que «el derecho constitucional a obtener la tutela judicial efectiva, que goza de primacía evidente sobre la regla de pasividad, no permite desposeer a los administradores de sus facultades ordinarias para representar a la sociedad en juicio o fuera de él y, en consecuencia, para decidir sobre el ejercicio de acciones judiciales en contra de la OPA»[388]. Considera además el autor que así lo ha entendido el Tribunal Supremo al considerar que «Endesa, en su consideración abstracta de entidad mercantil, tiene derecho a obtener la tutela judicial efectiva, y este derecho se ejerce, según la Ley de Sociedades Anónimas –artículos 127 y 128–, por sus administradores, a los que los accionistas, reunidos en Junta General, les han otorgado la defensa de los intereses sociales» [389].

[386] En sentido contrario, FERNÁNDEZ TORRES (2010), al considerar que pueden interponerse recursos siempre que se hagan «en interés de la sociedad» y no en beneficio de los administradores.

[387] Ver en este sentido JUSTE, J. y RENTERÍA, A. (2008). "Obligaciones del órgano de administración de la sociedad afectada por una OPA". *Noticias de la Unión Europea* (285), pp. 105-114.

[388] Es interesante ver cómo el mismo autor se había manifestado en el pasado contrario a dicha posibilidad. Ver, al respecto, GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1991). "Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva". (201), pp. 423-466.

[389] Auto del Pleno de la Sala de lo contencioso-administrativo de 28 de abril de 2006, que acordó la suspensión cautelar del Acuerdo del Consejo de Ministros de 3 de febrero de 2006 por el que se autorizó con condiciones la operación de concentración consistente en la toma de control exclusivo de Endesa por Gas Natural.

El segundo artículo del nuevo capítulo VI del Real Decreto 1066/2007 está dedicado al «régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas públicas de adquisición», que trae causa del artículo 60 *ter*, que a su vez transpone al ordenamiento jurídico español el artículo 11 de la Directiva europea que trata la neutralización y que ya hemos analizado en capítulos anteriores. Estamos ante lo que el Informe Winter calificaba como medidas defensivas «pre-OPA» y SÁNCHEZ CALERO (2009) como «previas»[390].

Así como el deber de pasividad o neutralidad no era ajeno a nuestro ordenamiento y ya estaba en el artículo 14 del Real Decreto 1197/1991, e incluso en la normativa anterior[391], la neutralización de las medidas pre-OPA es un aspecto novedoso regulado en el artículo 29 del Real Decreto 1066/2007, que no tiene equivalente en la regulación nacional previa. De hecho, la neutralización fue incorporada al proceso de elaboración de la Directiva europea sobre OPAs tras la publicación del Informe Winter, publicado en noviembre de 2002.

Ya analizamos con detalle al hablar de la Directiva europea el artículo 11 de la misma, por lo que nos remitiremos a dicho análisis para referirnos a este tema, centrándonos en este capítulo en su transposición al ordenamiento

[390] Tanto sobre la neutralización, a pesar de su breve historia, como sobre medidas defensivas la doctrina al respecto es abundante. Destacamos, entre otros, DE CARLOS, L. y DE CÁRDENAS, C. (1992). "Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una OPA". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*46), pp. 523-543; ALFARO, J. (2010). "El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 475-492). Valencia: Tirant lo blanch; DÍAZ MORENO, A. (2010). "La neutralización de las medidas de defensa anti-OPA". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 513-556). Valencia: Tirant lo blanch; EMBID, J. M. (1990). "Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control: las clausulas anti-OPA". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*39), pp. 535-548; ESTEVAN DE QUESADA, C. (2002). "*Tomas de control y medidas defensivas: la compra de acciones propias como defensa*". Madrid: Aranzadi; TORRENTE, F. y CARVAJAL, J. (2009). "Artículo 29". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*". (pp. 669-710). Madrid: Thomson Reuters-Civitas; o ZURITA, J. (2002). "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 3031-3092). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

[391] No hay que olvidad que, por influencia del *City Code* británico la "*passivity rule*" ya apareció en el Informe Pennington de 1974, el primer intento armonizador del Derecho de OPAs en la Comunidad Económica Europea.

español[392], siendo claro en cualquier caso que en este tema es escasa o nula la influencia que el sector eléctrico pudiera haber tenido, al contrario que en determinados aspectos del deber de pasividad o neutralidad descrito en los párrafos anteriores.

La neutralización fue básicamente transpuesta al ordenamiento jurídico español en el artículo 60 *ter* de la Ley del Mercado de Valores, que contiene un elevado grado de concreción, estando su desarrollo concentrado en el artículo 29 del Real Decreto 1066/2007, artículo que en gran medida es meramente reiterativo de lo ya dicho en la Ley.

Dentro del amplio elenco de medidas defensivas posible, la normativa española, siguiendo el artículo 11 de la Directiva se refiere, tanto en la Ley del Mercado de Valores como en su reglamento a los siguientes casos:

a) La ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores prevista en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

b) La ineficacia, en la Junta General de Accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa a que se refiere el artículo 60. bis.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

c) La ineficacia de las restricciones contempladas en las letras anteriores, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75 por ciento del capital que confiera derechos de voto.

[392] Transposición que ha sido considerada como defectuosa por DÍAZ MORENO (2010). Es interesante el análisis al respecto de FERNÁNDEZ TORRES (2008) al respecto de la Junta de accionistas post-OPA mencionada en la Directiva pero que no aparece mencionada ni en el artículo 60 ter de la Ley del Mercado de Valores ni en su posterior desarrollo reglamentario.

La decisión de aplicar las anteriores medidas de neutralización deberá ser adoptada por la Junta General y comunicada a la CNMV y a los supervisores de los Estados miembros en los que las acciones de la sociedad estén admitidas a negociación o se haya solicitado la admisión. Dicha decisión es en cualquier caso revocable y en el caso de que la OPA proviniese de una entidad o grupo que no hubiera adoptado medidas de neutralización equivalentes, la sociedad podrá dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuviera en vigor.

En consonancia con la Directiva, cuando la sociedad decida aplicar las medidas de neutralización, deberá prever una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos allí mencionados.

En términos generales el legislador español optó por excluir la aplicación automática de las medidas de neutralización, si bien permite la posibilidad a las sociedades domiciliadas en España de aplicar o no dichas medidas[393].

Un tema importante relacionado con la neutralización y el principio de "*one share*, *one vote*", si bien la reforma de la regulación sobre OPAs no trató directamente –salvo para su posible neutralización en caso de OPA, tal y como acabamos de ver–, es el de las restricciones de voto estatutarias. En el momento de promulgarse la nueva normativa sobre OPAs es evidente que las restricciones de voto estaban implícitamente permitidas, de ahí su posibilidad de neutralización en caso de OPA. Sin embargo, ya en el año 2010 el gobierno socialista decidió eliminar esta posibilidad alterando el artículo 105.2 de la Ley de Sociedades Anónimas que establecía que «También (los estatutos) podrán fijar con carácter general, el número máximo de vosotros que puede emitir un mismo accionista o sociedades pertenecientes a un mismo grupo», al añadir la expresión «salvo lo

[393] Como bien especifican TORRENTE y CARVAJAL (2009), citado también en DÍAZ MORENO (2010), esta situación no es igual que si la norma no existiese ya que, a pesar de que es obvio que los blindajes siempre pueden ser desactivados por el que los ha establecido, hay medidas –las basadas en acuerdos parasociales, por ejemplo- que difícilmente podrían ser desactivadas mediante un mero acuerdo corporativo en ausencia del artículo 29 del Real Decreto 1066/2007.

previsto para las sociedades cotizadas […]». No es el objeto de esta tesis, ni por su materia ni por su ámbito temporal, entrar en este debate. Sin embargo, es interesante ver cómo en una materia tan relevante para el mercado de control corporativo de nuevo lo que acontecía en el sector energético venía a marcar los tiempos legislativos, siendo evidente para la doctrina que dicha reforma era consecuencia de la lucha entre accionistas que se estaba produciendo en esos momentos tanto en Repsol, como consecuencia de la entrada en su capital de Sacyr Vallehermoso como nuevo accionista de referencia, como sobre todo en Iberdrola, con la entrada de ACS[394]. En cualquier caso es relevante señalar que dicha norma volvió a ser alterada, ya en el año 2012, mediante la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital, volviendo a permitirse las limitaciones estatutarias al ejercicio de los derechos de voto.

Por último, es importante mencionar, siquiera someramente, que la norma del artículo 10 de la Directiva 2004/25/CE ("*full-disclosure rule*")[395] no ha quedado recogida en el capítulo V del título IV de la Ley del Mercado de Valores, que versa sobre las ofertas públicas de adquisición dentro de los mercados secundarios oficiales de valores, sino que quedó inicialmente plasmada en el artículo 116 *bis* de la misma, incluido en el capítulo IV (sobre la información societaria) dentro del título X (de las sociedades cotizadas):

Artículo 116 bis. Información adicional a incluir en el informe de gestión.

---

[394] En este sentido destacan los comentarios de SÁEZ LACAVE, M. (2010). "¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?". *Indret: Revista para el Análisis del Derecho* (2) o de SÁNCHEZ-CALERO, J. (2010). "*¿No más límites al derecho de voto?*". Madrid: El blog de Juan Sánchez-Calero Guilarte.. En materia de limitaciones de derechos de voto cabe destacar BEBCHUK, L. (2005). "The Case for Increasing Shareholder Power". *Harvard Law Review , 118*, pp. 833-917; BURKART, M., GROMB, D. y PANUNZI, F. (2006). "Minority Blocks and Takeover Premia". *Journal of Institutional and Theoretical Economics , I* (162), pp. 32-49; o MIRVIS, T., ROWE, P. y SAVITT, W. (2007). "*Bebchuk's* "*The Case for Increasing Shareholder Power*"*: An Opposition*". Harvard Law Review. Boston: Discussion Paper nº586. En España destaca también RECALDE, J. (1996). "*Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*". Madrid: Civitas.

[395]Como veíamos al hablar de la Directiva europea, este artículo detallaba en 11 puntos (de a) a k)) la información detallada que debía ser publicada por las sociedades contempladas en el artículo 1.1 de la propia Directiva (sociedades sujetas al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado en uno o varios Estados miembros).

Las sociedades a que se refiere el presente Título deberán incluir en el informe de gestión información sobre los siguientes aspectos:

a) La estructura del capital, incluidos los valores que no se negocien en un mercado regulado comunitario, con indicación, en su caso, de las distintas clases de acciones y, para cada clase de acciones, los derechos y obligaciones que confiera y el porcentaje del capital social que represente;

b) Cualquier restricción a la transmisibilidad de valores;

c) Las participaciones significativas en el capital, directas o indirectas;

d) Cualquier restricción al derecho de voto;

e) Los pactos parasociales;

f) Las normas aplicables al nombramiento y sustitución de los miembros del órgano de administración y a la modificación de los estatutos de la sociedad;

g) Los poderes de los miembros del Consejo de Administración y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones;

h) Los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de control de la sociedad a raíz de una oferta pública de adquisición, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad. Esta excepción no se aplicará cuando la sociedad esté obligada legalmente a dar publicidad a esta información;

i) Los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando éstos dimitan o sean despedidos de forma improcedente o si la relación laboral llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.

El Consejo de Administración presentará anualmente un informe explicativo a la Junta General de Accionistas sobre los elementos contemplados en este artículo.

Este artículo, sin embargo fue derogado por la Ley 2/2011, de 4 de marzo, de Economía Sostenible[396], que pasó la obligación que se establecía en el artículo 116 *bis*, junto con otros preceptos, al nuevo artículo 61 *bis* en el capítulo VI (del informa anual de gobierno corporativo) del título IV, quedando por lo tanto la información relativa a posibles medidas que pudiesen obstaculizar el éxito de una OPA incluida desde ese momento en el informe anual de gobierno corporativo.

Artículo 61 bis. Del informe anual de gobierno corporativo.

1. Las sociedades anónimas cotizadas deberán hacer público con carácter anual un informe de gobierno corporativo.

2. El informe anual de gobierno corporativo será objeto de comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando copia del documento en que conste. La Comisión Nacional del Mercado de Valores remitirá copia del informe comunicado a las respectivas autoridades de supervisión cuando se trate de sociedades cotizadas que estén dentro de su ámbito de competencias.

3. El informe será objeto de publicación como hecho relevante.

4. El contenido y estructura del informe de gobierno corporativo será determinado por el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Dicho informe deberá ofrecer una explicación detallada de la estructura del sistema de gobierno de la sociedad y de su funcionamiento en la práctica. En todo caso, el contenido mínimo del informe de gobierno corporativo será el siguiente:

a) Estructura de propiedad de la sociedad, que habrá de incluir:

   1. información relativa a los accionistas con participaciones significativas, indicando los porcentajes de participación y las relaciones de índole familiar, comercial, contractual o societaria que exista, así como su representación en el consejo;

   2. información de las participaciones accionariales de los miembros del Consejo de Administración que deberán comunicar a la

[396] BOE nº 55, de 5 de marzo de 2011.

sociedad, y de la existencia de los pactos parasociales comunicados a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y, en su caso, depositados en el Registro Mercantil;

3. información de los valores que no se negocien en un mercado regulado comunitario, con indicación, en su caso, de las distintas clases de acciones y, para cada clase de acciones, los derechos y obligaciones que confiera, así como el porcentaje del capital social que represente la autocartera de la sociedad y sus variaciones significativas;

4. información relativa a las normas aplicables a la modificación de los estatutos de la sociedad.

b) Cualquier restricción a la transmisibilidad de valores y cualquier restricción al derecho de voto.

c) Estructura de la administración de la sociedad, que habrá de incluir:

1. información relativa a la composición, reglas de organización y funcionamiento del Consejo de Administración y de sus comisiones;

2. identidad y remuneración de sus miembros, funciones y cargos dentro de la sociedad, sus relaciones con accionistas con participaciones significativas, indicando la existencia de consejeros cruzados o vinculados y los procedimientos de selección, remoción o reelección;

3. información de los poderes de los miembros del Consejo de Administración y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones;

4. información de los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad y que entren en vigor, sean modificados o concluyan en caso de cambio de control de la sociedad a raíz de una oferta pública de adquisición, y sus efectos, excepto cuando su divulgación resulte seriamente perjudicial para la sociedad. Esta excepción no se aplicará cuando la sociedad esté obligada legalmente a dar publicidad a esta información;

5. información de los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando éstos dimitan o sean despedidos de forma improcedente o si la relación laboral llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.

a) Operaciones vinculadas de la sociedad con sus accionistas y sus administradores y cargos directivos y operaciones intragrupo.

b) Sistemas de control del riesgo.

c) Funcionamiento de la Junta General, con información relativa al desarrollo de las reuniones que celebre.

d) Grado de seguimiento de las recomendaciones de gobierno corporativo, o, en su caso, la explicación de la falta de seguimiento de dichas recomendaciones.

e) Una descripción de las principales características de los sistemas internos de control y gestión de riesgos en relación con el proceso de emisión de la información financiera.

5. Sin perjuicio de las sanciones que proceda imponer por la falta de remisión de la documentación o del informe de gobierno corporativo, o la existencia de omisiones o datos engañosos o erróneos, corresponde a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el seguimiento de las reglas de gobierno corporativo, a cuyo efecto podrá recabar cuanta información precise al respecto, así como hacer pública la información que considere relevante sobre su grado efectivo de cumplimiento.

6. Cuando la sociedad cotizada sea una sociedad anónima europea domiciliada en España que haya optado por el sistema dual, junto al informe anual de gobierno corporativo elaborado por la dirección, se acompañará un informe elaborado por el consejo de control sobre el ejercicio de sus funciones.

7. La información incluida en el informe anual de gobierno corporativo sobre la composición del Consejo de administración, sus comisiones delegadas y la calificación de sus consejeros, deberá elaborarse de acuerdo con las definiciones que establezca el Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Dichas definiciones se referirán, entre otras, a la categoría de consejero ejecutivo, consejero dominical y consejero independiente. Para la definición de la categoría de consejero independiente se

tendrá en cuenta, entre otras cuestiones, que las personas sean designadas, en su caso, a propuesta de una Comisión de Nombramientos, en atención a sus condiciones personales y profesionales, y que puedan desempeñar sus funciones sin verse condicionadas por relaciones con la sociedad, sus accionistas significativos o sus directivos.

El Ministro de Economía y Hacienda o, con su habilitación expresa, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, determinará las condiciones que deberá cumplir un consejero para ser calificado como independiente, así como los supuestos en los que dicho consejero no podrá ser calificado como tal. A estos efectos se podrán tener en cuenta, entre otros, los siguientes supuestos de exclusión: haber sido empleados o consejeros ejecutivos de sociedades del grupo; ser o haber sido socio del auditor externo o responsable del informe de auditoría y ser cónyuges, personas ligadas por análoga relación de afectividad, o parientes hasta de segundo grado de un consejero ejecutivo o alto directivo de la sociedad.

2.5.4.5.- Sell-out y squeeze-out o compraventas forzosas

Las compraventas forzosas son otro de los grandes elemento incorporado al ordenamiento español por la Directiva europea[397]. El artículo 60 *quáter* de la Ley del Mercado de valores incorpora de forma simple el artículo 15 de la Directiva, aunque criticable al mezclar en forma excesiva la compra con la venta forzosa[398] y al establecer dos criterios, que en la Directiva son alternativos, de forma cumulativa, lo que dificulta la posibilidad de compraventas forzosa. En cuanto a porcentajes concretos, la norma recoge los umbrales establecido en la Directiva en su redacción estándar de 90% tanto en el caso del capital social de la sociedad afectada como en el de los derechos de voto incluidos en la oferta, no

[397] Sobre las compraventas forzosas puede consultarse RONCERO, A. (2010). "La compra y venta forzosa de acciones (sell-out, squeeze-out). In JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 671-710). Valencia: Tirant lo blanch; o HERNÁNDEZ SAINZ, E. (2009). "Las compraventas forzosas tras el desenlace de la OPA". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 741-814). Barcelona: Bosch.

[398] Crítica en la que también coinciden SÁNCHEZ CALERO (2009) que considera que el artículo 60 *quáter* acoge los supuestos tanto de compra forzosa como de venta forzosa «de forma no muy afortunada en su delimitación» y RONCERO (2010), que además recoge la crítica de que la regulación resulta «excesivamente prolija y generadora de algunos problemas que en la normativa comunitaria están resueltos» y lleva a cabo otras consideraciones negativas sobre la misma que «pueden dificultar considerablemente el cumplimiento de las funciones que estos instrumentos podrían desempeñar».

utilizando la potestad conferida por la propia Directiva de cambiar estos límites hasta un máximo del 95%.

Es interesante destacar como en lo que al precio se refiere la Directiva europea utiliza el término precio «justo», diferente del empleado en el artículo 5, precio equitativo. En la transposición al Derecho español no se ha dado tal diferenciación, considerando, ya en el desarrollo reglamentario que el precio equitativo deberá ser el mismo de la oferta precedente. Si bien la Directiva prevé que los Estados miembros puedan determinar que se ofrezca al menos como alternativa un precio en efectivo, esta previsión no ha sido contemplada en la normativa española. En opinión de RONCERO (2010), esta opción del legislador parece venir justificada por el hecho de que no se quiera que la posibilidad de que una compraventa forzosa en efectivo posterior a la oferta desincentive a los accionistas a acudir a ofertas en las que sólo se plantee como contraprestación valores o una combinación de efectivo y valores.

La importancia de estas nuevas figuras cabe verla en el hecho de que la Ley del Mercado de Valores les dedica un artículo en exclusiva y el Real Decreto 1066/2007 les dedica el capítulo X, que consta de dos artículos, el artículo 47 que viene a reiterar lo ya dicho en el artículo 60 *quáter* de la Ley del Mercado de Valores y el artículo 48 que regula con cierto detalle el procedimiento para las compraventas forzosas.

2.5.4.6.- El folleto

El folleto[399], regulado en la nueva normativa en el artículo 18 del Real Decreto 1066/2007 remite al propio anexo del texto legal para su posterior

[399]Con respecto al folleto informativo en la nueva regulación destacan las aportaciones de VALMAÑA, M. (2010). "El folleto de la OPA". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 347-372). Valencia: Tirant lo blanch; JIMÉNEZ-BLANCO, G. (2009). "Artículo 18. Contenido del folleto". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 407-415). Madrid: Thomson

desarrollo, frente al antiguo artículo 15 del Real Decreto 1197/1991 que detallada a lo largo del mismo el contenido que debía presentar el folleto de una OPA. A la hora de hablar del folleto, el artículo 17 establece que es un documento que deberá presentarse a la CNMV para que ésta autorice la oferta, junto con un escrito de solicitud de autorización y con «la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la oferta pública adoptado por la persona u órgano competente»:

> El folleto explicativo de la oferta, suscrito por la persona que figure como responsable, que deberá contener la información necesaria para que las personas a quienes vaya dirigida la oferta puedan formular un juicio fundado sobre ella.

La importancia del folleto es evidente en el artículo 3.1 de la Directiva 2004/25/CE, si bien es notorio que no es algo novedoso y ya en la regulación española previa aparecía el folleto con relevancia notable en el artículo 15[400]. Los principios que justifican la existencia del folleto informativo pueden sintetizarse en lo dicho por la propia Directiva al considerar que «los titulares de valores de una sociedad afectada deberán disponer de tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión respecto a la oferta con pleno conocimiento de causa». Posteriormente el artículo 6.3 de la Directiva hace mención del contenido mínimo que deberá contener el folleto.

La nueva remisión del contenido del folleto a un anexo, frente a la anterior redacción, tiene su lógica si atendemos al elevado grado de detalle de la nueva redacción. En este sentido, mientras que el antiguo artículo 15 recogía 21 aspectos informativos que debían ser cubiertos en cuatro apartados (elementos

---

Reuters-Civitas; y de MUÑOZ PÉREZ, A. F. (2009). "El folleto de formulación de la OPA". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 443-502). Barcelona: Bosch. En la normativa anterior ver TAPIA, A. J. (1992). "El folleto informativo de las OPAS". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 199-214). Bilbao: Deusto.

[400] Ya en los Reales Decretos de 1980 y 1984 se hacía referencia al folleto como puede verse en MUÑOZ PÉREZ (2009) y, por referencia, en DE CÁRDENAS, C. (1993). "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición*". Madrid: Civitas.

subjetivos (8 aspectos), elementos objetivos (7), elementos formales (4), y otras informaciones (2)), el nuevo anexo recoge sesenta y seis aspectos informativos que deben ser cubiertos en el folleto informativo y los divide en los siguientes capítulos:

- I. Personas responsables del folleto (23 aspectos);
- II. Valores a los que se dirige la oferta (19);
- III. Procedimiento de aceptación y liquidación (6);
- IV. Finalidad de la operación (14);
- V. Autorizaciones y otras informaciones o documentos (4)[401].

Junto con el propio contenido del folleto, deudor tanto de la normativa anterior como de la Directiva europea, la reforma del año 2007 introdujo también una alteración relevante. Mientras que la normativa anterior establecía que «el folleto "*podrá*" contener cualquier información que el oferente considere oportuno incluir», la nueva redacción establece que «el folleto "*deberá*" contener cualquier información que el oferente considere oportuno incluir».

La nueva redacción introdujo otras novedades de menor calado como la posibilidad de aprobación por parte de la CNMV de modelos de folleto explicativo para cada tipo de OPA (o suplemento informativo para incorporar informaciones o datos adicionales) mediante circular, la necesidad de redactarlo en castellano o la posibilidad de contener información por referencia a

[401] Para un análisis comparativo del contenido del folleto en el Real Decreto 1066/2007 con respecto a la normativa anterior se puede consultar el Anexo 3 de la presente obra.

documentos «publicados previa o simultáneamente a la aprobación del folleto». También se introdujo la obligación de que en el caso de que se ofreciesen como contraprestación valores emitidos o a emitir el oferente podrá optar, bien por incluir en el folleto información sobre dichos valores equivalente a la que fuera requerida en caso de realizar una oferta pública de venta o suscripción de valores, o bien, incorporar por referencia al folleto de la oferta un folleto autorizado y vigente de conformidad con el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos[402].

2.5.4.7.- OPAs competidoras

La reforma del régimen de OPAs competidoras[403] fue uno de los aspectos más novedosos de la reforma del año 2003, tal y como ya analizamos en capítulos anteriores de esta obra. Aspectos como el plazo, la mejora de la contraprestación o el fin de la ventaja otorgada al primer oferente fueron elementos de extrema relevancia que fueron alterados a la luz de lo acontecido en el sector eléctrico, concretamente en la batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico en el año 2000.

Con posterioridad a dicha reforma fue una vez más el sector eléctrico el que vino a poner a prueba la regulación de OPAs en esta materia. Concretamente

[402] BOE nº 274, de 16 de noviembre de 2005.

[403] Para un análisis en profundidad de las ofertas competidoras en la nueva regulación consultar ARROYO, A. (2009). "Las OPAs competidoras". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 703-740). Barcelona: Bosch; CONDE VIÑUELAS, V. y GONZÁLEZ MOSQUEIRA, P. (2010). "La reforma del régimen de ofertas competidoras". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 557-592). Valencia: Tirant lo blanch; o los comentarios de FERNÁNDEZ DE ARAOZ a los artículos 40, 41, 42, 43, 44, 45 y 46 del Real Decreto 1066/2007 en GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.) (2009). "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*". Madrid: Thomson Reuters-Civitas. De cara a la elaboración de esta tesis resulta de especial relevancia la obra de CONDE VIÑUELAS y GONZÁLEZ MOSQUEIRA (2010) al entrar con gran detalle en la casuística que llevó a las modificaciones experimentadas por la regulación en el año 2007.

la batalla por el control de Endesa iniciada en el año 2005 por Gas Natural. Y los problemas detectados en la regulación a tenor de dicha batalla son la justificación de muchas de las alteraciones introducidas por el Real Decreto 1066/2007[404].

Al igual que sucede con otros aspectos de la regulación sobre OPAs, en esta materia el nuevo marco está basado en la normativa previa y así el capítulo IX (artículos 40 a 46) sigue el esquema básico trazado en el capítulo V (artículos 31 a 36) del Real Decreto 1197/1991. De acuerdo con SÁNCHEZ CALERO (2009), mientras los artículos 40 a 42 son prácticamente idénticos a la normativa previa, los artículos 43 a 45, aun cuando «quedan restos de su régimen precedente», sufrieron alteraciones de mayor calado. Además, se añadió el nuevo artículo 46 sobre «igualdad informativa». En palabras del mismo autor es posible ver cómo «la influencia directa en el régimen específico de las ofertas competidoras se ha visto escasamente condicionada por la Directiva, aun cuando ha sido sensible a la introducción de las ofertas obligatorias».

En general, los principales cambios en la nueva legislación de OPAs competidoras, junto con las necesarias adaptaciones al nuevo modelo de OPA obligatoria *a posteriori*, son, en sistematización de CONDE VIÑUELAS y GONZÁLEZ MOSQUEIRA (2010):

- La enorme ampliación de los plazos para su presentación;

- La posibilidad de condicionar las OPAs voluntarias a su aceptación por un porcentaje de capital superior al de cualquiera de las OPAs precedentes;

[404] En este sentido apuntan CONDE VIÑUELAS y GONZÁLEZ MOSQUEIRA (2010) al considerar acertadamente que muchos de los cambios habidos en esta materia «traen causa directa de algunas de las experiencias de OPAs competidoras vividas en España durante los últimos años (y en particular de la batalla por el control de Endesa)».

- El reconocimiento al primer oferente de la posibilidad de presentar una última mejora en exclusiva y de pactar con la sociedad afectada el cobro de una comisión en caso de que su oferta finalmente no prosperase; y

- La regulación sobre la igualdad informativa entre los oferentes.

Entrando en los diferentes temas, en lo que respecta a plazos para presentar OPAs competidoras la nueva regulación optó por volver al sistema previo a la reforma de 2003 que ya hemos analizado. Si en 2003, dentro del radical cambio que hubo en el régimen de ofertas competidoras, se decidió acabar con la ventaja del primer competidor (el único que disponía de la posibilidad de realizar una mejora en su oferta) y se estableció un modelo de plazos dual[405] que impidiese que las OPAs se alargasen en el tiempo al impedir que se pudiesen presentar ofertas competidoras más allá de un límite que era fijado por la oferta inicial. En 2007, a la luz de la experiencia vivida en la batalla por el control de Endesa, donde ENEL y Acciona –de forma concertada– no pudieron lanzar una OPA competidora por haber acabado el plazo de treinta días naturales del inicio de aceptación de la oferta[406], se volvió a reformar su régimen, volviendo a abrirse

[405] Dicho modelo dual establecía, en el artículo 33 a) del Real Decreto 1197/1991 en su redacción de 2003, que el plazo para presentar una OPA competidora dependía de dos criterios diferentes: en primer lugar, que cualquier oferta competidora debía presentarse antes de transcurridos los 10 días naturales siguientes al inicio del plazo de aceptación de la oferta anterior, y en segundo, que con independencia del criterio anterior no se podían presentar ofertas competidoras más allá del trigésimo día natural desde el inicio del plazo de aceptación de la OPA inicial. Es decir, la OPA inicial actuaba como ancla que aseguraba que la presentación de ofertas competidoras se alargase en el tiempo, siendo su justificación básicamente el evitar que la sacudida que una OPA presenta tanto en la vida de una empresa como en el mercado de valores se alargase en el tiempo más allá de lo estrictamente necesario. Es importante subrayar como éste principio se consagra en el artículo 3.1 f) de la Directiva europea al establecer como principio que «la sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del razonable por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta».

[406] A pesar de ello es interesante ver cómo, con base en la nueva regulación, el caso de ENEL/Acciona/Endesa no entraría dentro de la reforma del artículo 33 a) del Real Decreto 1197/1991 en su nueva redacción del artículo 42.1 a) en el Real Decreto 1066/2007 sino que, al ser una OPA obligatoria y no voluntaria, ya que fue el concierto entre ENEL y Acciona lo que «motivó» su intención de lanzar una OPA futura tan pronto la legislación entonces vigente se lo permitiese, la norma que con base en la nueva regulación sería de aplicación no es el artículo 16.4 sino el artículo 42.1 d), que implica que la persona incursa en la obligación de formular una OPA debería hacerlo con carácter inmediato y, en todo caso, en los cinco días hábiles siguientes.

Es interesante en cualquier caso el problema jurídico que analizaremos en páginas posteriores y que se le planteó a la CNMV al anunciar ENEL y Acciona una OPA futura en concurrencia con una OPA ya formulada, como era la de E.ON. Un caso similar se había ya planteado en el año 1992 en el caso de la OPA sobre El Encinar de los Reyes, no habiendo actuado en ese caso tampoco la CNMV contra dicha «promesa de OPA», en terminología de García de Enterría. La

la posibilidad de volver a vislumbrar largas batallas por el control de sociedades, opción que ha sido criticada por la doctrina.

Adicionalmente hubo una ampliación importante respecto del plazo para presentar la oferta competidora. Frente a los 10 días naturales siguientes al inicio del plazo de aceptación de la oferta anterior previsto en el antiguo artículo 33 a), se ha pasado a hasta el quinto día natural anterior a la finalización del plazo de aceptación de la oferta inicial en el nuevo Real Decreto.

Otro novedad de la nueva regulación es la posibilidad de condicionar las ofertas competidoras voluntarias. Frente a la rigidez de la normativa anterior (artículo 33 b)), la nueva norma permite en su artículo 42.2, para el caso de ofertas voluntarias, «condicionar su efectividad a su aceptación por un porcentaje de capital superior al de cualquiera de las precedentes. Asimismo, podrán sujetarse a cualquier otra condición en los términos establecidos en el artículo 13.2 de este Real Decreto». Es decir, la nueva regulación amplia significativamente el elenco de posibles ofertas competidoras que serían aceptables. Ante el riesgo de que la posible proliferación de ofertas competidoras con mejoras y condiciones complejas, de difícil análisis por parte de inversores menos sofisticados, la solución aportada por el artículo 43, como bien consideran CONDE VIÑUELAS y GONZÁLEZ MOSQUEIRA (2010), es acertada y parece que «conjura este riesgo», al permitir que los accionistas puedan llevar a cabo aceptaciones múltiples.

---

doctrina sobre dicho caso es numerosa, destacando por el lado de los que se opusieron a que dicho anuncio de OPA futura fuese permitido por la CNMV GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1992). "¿Puede anunciarse una OPA futura en concurrencia con otra OPA ya formulada? Notas sobre un caso reciente". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía,* (4), 1086-1092-, o el mismo autor en GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1994). "De nuevo sobre OPAs competidoras, OPAs futuras y promesas de OPA". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (1), pp. 944-953. Entre los defensores de la visión contraria destacan SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992). "Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el reglamento de OPAS , estando en curso otra oferta pública". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*48), pp. 935-984 o LASARTE, C. (1993). "OPAs presentes, OPAs competidoras, OPAs futuras y movimientos de capital". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (3), pp. 831-836. Puede también consultarse ABELLA, J. (1993). "¿OPAs sucesivas o competidoras? a propósito de una polémica reciente". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*49), pp. 87-100.

Como ya hemos dicho al revisar la reforma del año 2003, ésta acabó con la ventaja del primer oferente, opción que fue criticada por la doctrina[407]. La reforma del año 2007 que ahora analizamos vino a paliar esta situación al restablecer, por influencia del *City Code* británico y su regla 21.1, la posibilidad de que el primer oferente pactase con la sociedad afectada el cobro de una comisión, o "*break-up fee*", en las condiciones reflejadas en el artículo 42.4. Esta posibilidad, permitida ya con anterioridad en otras regulaciones, había sido prohibida expresamente por la CNMV en la OPA de la firma de capital riesgo CVC sobre Cortefiel en el año 2005[408]. Adicionalmente, el artículo 45.6 concede una ventaja adicional al primer oferente al permitirle mejorar su oferta por última vez dentro de los cinco días hábiles bursátiles siguientes a la fecha en que la CNMV comunique los resultados de los sobre siempre que se cumplan dos requisitos:

a) que la contraprestación ofrecida en el sobre cerrado o a través de un medio equivalente no fuese inferior en un 2 por ciento a la contraprestación más alta ofrecida en los sobres o en un medio equivalente.

b) Que mejore las condiciones de la oferta u ofertas competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas al menos en un 1%; bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior al menos en un 5% respecto a la mejor de las competidoras. No obstante, cuando la mejora sea distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que la oferta mejora la última precedente salvo que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje valores y la nueva sea una contraprestación en efectivo cuyo

[407] Ver en dicho capítulo las reflexiones de SÁEZ LACAVE, M. (2003). "Una aproximación al Derecho de las OPAs competidoras: (A propósito de una reforma reciente)". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*92), pp. 7-47

[408] Para un mayor detalle sobre el "*break-up fee*", los argumentos a favor y contra el mismo y los problemas que plantea ver CONDE VIÑUELAS y GONZÁLEZ MOSQUEIRA (2010).

> importe supere el manifestado en cumplimiento de lo establecido en el artículo 14.4 de este Real Decreto.

Finalmente, entre las reformas en el régimen de ofertas competidoras es importante señalar otro aspecto en el que lo acontecido en el sector eléctrico fue de notable influencia sobre la redacción final: la obligación de la sociedad afectada de garantizar la igualdad informativa entre oferentes y potenciales oferente consagrada en el nuevo artículo 46.

Este precepto consagra la posibilidad de llevar a cabo procesos de "*due diligence*" por oferentes o potenciales oferentes en un proceso de OPA, procesos que se habían llevado a cabo en España en ausencia de normativa legal al respecto en casos como los mencionados por CONDE VIÑUELAS y GONZÁLEZ MOSQUEIRA (2010) de las OPAs sobre Filo (2001) y sobre Parques Reunidos (2003), la de Barclays sobre Banco Zaragozano (2003), la OPA sobre Amadeus (2005), la de Inmocaral (2005) o la más interesante para nuestro estudio de E.ON sobre Endesa (2006/2007) dentro de la batalla por el control de la eléctrica española. Es interesante en cualquier caso ver la íntima ligación de este precepto con la potencial búsqueda de ofertas competidoras por parte del órgano de administración, ya que es dentro de estos procesos de búsqueda de ofertas alternativas donde con mayor frecuencia pueden vislumbrarse conflictos causados por la información que el órgano de administración ponga a disposición de potenciales oferentes y que no estuviese disponible para el primer oferente, tal y como sucedió en el caso de E.ON/Endesa antes mencionado[409].

[409] Es interesante la crítica que al artículo 46.2 hace SÁNCHEZ CALERO (2009) al considerar que la obligación de aportar la información no surge de forma espontánea, sino que requiere que sea requerida por el oferente o potencial oferente, lo que presupone que éste conoce que ha habido acceso a información no publicada por algún otro oferente real o potencial, lo que no siempre será fácil, especialmente cuando el órgano de gestión de la sociedad apoya una OPA específica, ya sea la inicial o una competidora buscada como medida defensiva dentro de la autorización a este fin reconocida por la Directiva europea y la normativa española.

Otro tema interesante relacionado con las ofertas competidoras, si bien queda fuera del capítulo IX del Real Decreto 1066/2007 es el de la promesa de OPA futura, regulado en el artículo 16.4. Dicho precepto establece que:

> Cuando se haya autorizado una oferta pública de adquisición sobre una sociedad no podrá anunciarse una nueva oferta pública de adquisición voluntaria sobre la misma si ha finalizado el plazo para la presentación de una oferta competidora, hasta que no haya finalizado el plazo de aceptación de las precedentes.

Este punto viene a poner solución a una polémica histórica en Derecho español sobre la promesa futura de OPA, si bien su alcance es limitado ya que con base en el nuevo modelo de ofertas obligatorias *a posteriori*, su aplicación viene limitada al caso de ofertas voluntarias, quedando las ofertas obligatorias sujetas a lo dispuesto en el artículo 42.1 d) del Real Decreto 1066/2007. Adicionalmente, el cambio en el sistema de plazos para presentar ofertas competidoras descrito en párrafos anteriores también resta interés práctico al nuevo modelo adoptado. En cualquier caso es importante ver cómo la solución adoptada es deudora, una vez más, de lo sucedido en la batalla por el control de Endesa. Ante la imposibilidad, con base en la normativa anterior, de que ENEL y Acciona lanzasen una nueva oferta competidora al haberse superado los plazos previstos reglamentariamente, y el riesgo de que estas anunciases una promesa de OPA futura, la CNMV publicó un acuerdo de su Consejo en marzo de 2007 por el cual «por entenderla contraria, en su origen, al régimen de OPAs previsto en el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores, la CNMV no autorizaría ninguna OPA sobre la compañía Endesa que formulasen ENEL o Acciona, ya sea de forma individual o conjunta, durante los próximos seis meses, a contar desde la liquidación de la OPA de E.ON en curso». Este acuerdo no fue un obstáculo para ENEL y Acciona, que tres días después anunciaron mediante Hecho Relevante que habían llegado a un acuerdo para la gestión conjunta de Endesa sometido a la condición suspensiva de que E.ON no alcanzase en su OPA más del 50% del capital de Endesa, y que por tanto, lanzarían una OPA por Endesa en el caso de que dicho 50% no fuese alcanzado

por E.ON[410]. La solución adoptada por el Real Decreto 1066/2007, influenciada por el caso descrito fue la de no permitir el anuncio de oferta futura, en línea con lo decidido por la CNMV en el caso de ENEL/Acciona, si bien sin capacidad para impedirlo, y en contra de lo que la propia CNMV había decidido con anterioridad en la OPA de la familia Olazábal sobre El Encinar de los Reyes en el año 1992.

Otro tema importante dentro del régimen de ofertas competidoras ampliamente vinculado a lo acontecido en el sector eléctrico es la posibilidad de adquirir valores antes y durante la tramitación de una OPA (artículo 32). El artículo 23 del Real Decreto 1197/1991 impedía comprar acciones durante la tramitación de una OPA sólo en el caso de contraprestaciones en valores o en metálico y valores, estableciendo que en caso de contraprestación exclusivamente en dinero en el caso de comprar a un precio superior al de la contraprestación ofrecida, dicha adquisición determinaría automáticamente la elevación del precio ofrecido hasta el más alto de los satisfechos. A pesar de ello la CNMV impuso *de facto* una limitación a este respecto, obligando a cualquier oferente a incluir en los sucesivos borradores del folleto un compromiso de no adquisición de acciones[411], motivado probablemente por un deseo de evitar distorsiones adicionales en el mercado así como, en menor medida, procesos incontrolados de aumentos de la contraprestación motivados por compras de acciones a precios superiores al fijado en la oferta[412]. Esta situación fue claramente perjudicial para E.ON en la batalla por el control de Endesa, ya que mientras la empresa germana no podía comprar acciones debido a su compromiso con la CNMV, Acciona y ENEL pudieron construir una posición superior al 45% de forma conjunta (sin concierto aparente

[410] Es importante subrayar que en ese momento ENEL y Acciona contaban ya, en conjunto, con más de un 45% del capital social de Endesa.

[411] Ya vimos en apartados anteriores cómo ZURITA (2002) analiza esta práctica de la CNMV poniéndola en relación también con la batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico, al poner como ejemplos de la misma el folleto de Ferroatlántica que establece que «ni Ferroatlántica ni EnBW podrán adquirir, por sí o por persona interpuesta, desde la fecha de presentación de la oferta y hasta la publicación del resultado de la misma, acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico, fuera del procedimiento de oferta pública previsto en este folleto». Incluye, además, como segundo ejemplo, el folleto de la oferta de Adygesinval.

[412] En este sentido es interesante analizar cómo la inclusión de esta exigencia en los folletos había sido solicitada por ZURITA (2002) como forma de evitar que una OPA competidora pudiese ser revisada al alza mediante la mera compra de acciones en el mercado.

en una primera fase) sin someterse al procedimiento reglado de OPAs competidoras. La redacción del nuevo artículo 32 permite expresamente la compra de acciones fuera del procedimiento de OPAs con independencia del modo de contraprestación elegido, con las consecuencias, eso sí, establecidas en el propio articulado. Con esta nueva normativa, se evita la asimetría de tratamiento que aconteció en el caso mencionado anteriormente.

La prohibición de enajenar valores durante la tramitación de la OPA del artículo 32.7 es, tal y como describen de nuevo CONDE VIÑUELAS y GONZÁLEZ MOSQUEIRA (2010) también consecuencia de un hecho concreto: la batalla por el control de Metrovacesa en el año 2006 entre los dos accionistas de referencia de la sociedad, el grupo Sanahuja y el grupo Soler/Rivero[413].

También el sector eléctrico parece estar detrás de la nueva redacción del artículo 45.2 del Real Decreto 1066/2007 que permite a cualquier oferente, antes del proceso de sobres, mejorar la oferta «siempre que todas las ofertas competidoras hubieran sido ya autorizadas». El antiguo artículo 36.2 establecía la imposibilidad de mejorar la oferta antes de la fase de sobres[414], si bien la CNMV permitió a E.ON anunciar como Hecho Relevante una futura mejora del precio de su OPA –oferta que ni siquiera había sido aún aprobada por la CNMV–, si bien aquella aclaró que dicha promesa vinculaba a E.ON para la fase de sobres. En cualquier caso, la nueva normativa parece poco efectiva una vez que no queda claro que sucedería en el caso de anuncios de mejora o compra de acciones en el mercado a precios superiores al de la oferta en un momento anterior a la autorización de todas las ofertas.

[413] Sanahuja lanzó en el año 2006 una OPA parcial por Metrovacesa, que fue seguida de una OPA competidora lanzada por Soler/Rivero. El primero, tratando de evitar el lanzamiento de una OPA total, diseñó un plan para reducir su participación en Metrovacesa tras el periodo de aceptación de su OPA (y antes de la liquidación de la misma) con el objeto de no rebasar el umbral del 50% que le hubiese obligado en cualquier caso a lanzar una OPA total con base en la regulación del antiguo Real Decreto 1197/1991. La CNMV no aceptó esta maniobra entendiendo que debía mantener sus acciones, tal y como se describía en el folleto, hasta la liquidación de la oferta.

[414] Y es relevante mencionar la obligación mencionada en párrafos anteriores que imponía, a pesar de no tener base legal, la CNMV a cualquier oferente de incluir en el folleto explicativo el compromiso de no adquirir acciones en el mercado.

Con respecto al régimen de ofertas competidoras es también relevante subrayar la redacción del artículo 45.3 del Real Decreto 1066/2007, al establecer en su último párrafo que:

> Si en la fecha señalada en el párrafo anterior subsistiera sólo una oferta, el oferente quedará dispensado de la obligación de presentar la comunicación descrita y podrá mantener o modificar su oferta en los términos previstos en el artículo 31.

Este artículo es también consecuencia de la batalla por el control de Endesa tal y como señalan CONDE VIÑUELAS y GONZÁLEZ MOSQUEIRA (2010) al haberse planteado el caso de que en fecha anterior a la fase de sobres entre Gas Natural y E.ON, la primera decidió retirar su OPA. A pesar de ello, y teniendo en cuenta que E.ON se había comprometido a revisar su oferta, la CNMV decidió obligar a E.ON a presentar su última oferta –que finalmente no lo fue, al permitirse extraordinariamente con posterioridad volver a elevar el precio– en el procedimiento establecido de sobres cerrados. Para evitar esta solución rocambolesca la nueva regulación ha previsto que para casos así el procedimiento de modificación de la oferta se adapte al caso genérico previsto en el artículo 31.

2.5.4.8.- OPAs voluntarias

La posibilidad de lanzar OPAs voluntarias es un elemento de la regulación cuyo cambio con la nueva regulación es mucho más relevante del que podría aparentar a primera vista a tenor de los cambios habidos entre el antiguo artículo 8 del Real Decreto 1197/1991 y el nuevo artículo 13 del Real Decreto 1066/2007[415].

[415] Sobre OPAs voluntarias en el ordenamiento vigente español puede consultarse JUSTE, J. (2010). "OPAs voluntarias". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 317-346). Valencia: Tirant lo blanch; URÍA, F. (2009). "Artículo 13. Ofertas voluntarias". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 325-342). Madrid: Thomson Reuters-Civitas; URÍA, F.

El cambio modelo de OPA obligatoria de *a priori* a *a posteriori* ha venido a reforzar la importancia de las OPAs voluntarias en nuestro ordenamiento jurídico en mayor medida de lo que pudiera parecer. Cuando analizábamos la OPA como método de compra de acciones frente a otras alternativas, veíamos cómo este método –la oferta pública– disponía de unas ventajas como su reversibilidad, control sobre el precio, posibilidad de establecer condiciones e incluso flexibilidad. Es decir, alguien que quiera comprar un elevado número de acciones o incluso tomar el control de una compañía puede plantearse como método para tal fin la oferta pública una vez que es una forma que permite controlar el precio, acceder a todos los accionistas e incluso quedar sin efecto en el caso de no alcanzarse el número de acciones pretendido o darse otras condiciones a las que estuviese supeditada la oferta. Estas posibilidades, por ejemplo no se darían en la misma medida en el caso de intentar comprar las acciones en el mercado una vez que la volatilidad del precio o la liquidez condicionarían en gran medida el resultado final y, adicionalmente, en el caso de no lograrse el fin pretendido, no sería posible deshacer las operaciones de compraventa ya realizadas en el mercado bursátil.

Pues bien, la flexibilidad de la OPA obligatoria en el sentido mencionado, que era evidente en el modelo previo al Real Decreto 1066/2007, se ve limitada en la nueva regulación. Una vez que la nueva regulación está basada en un modelo de OPA obligatoria *a posteriori*, muchos de los elementos anteriores desaparecen, como la imposibilidad de condicionar la operación (salvo en el caso de necesidad de autorizaciones por Defensa de la Competencia). El hecho de que la sociedad que lanza la OPA ya haya alcanzado el control limita en gran medida la libertad del oferente. Un accionista que ya ha alcanzado el control no lanza la OPA para reforzarlo, al menos como objetivo principal, sino para

(2009). "Artículo 39. Resultado negativo de las ofertas voluntarias". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 792-801). Madrid: Thomson Reuters-Civitas; o TAPIA, A. J., ALONSO, C. y RODRÍGUEZ, I. (2010). "OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 161-326). Barcelona: Bosch.

hacer partícipes a todos los accionistas de la prima de control y para permitir a los mismos salir de un proyecto que ya no es en el que un día invirtieron. Sin embargo esto no quiere decir que el nuevo modelo sea menos flexible. Más bien parece ser lo contrario. Si bien la OPA obligatoria ofrece menos flexibilidad, debido a su carácter *a posteriori*, lo cierto es que el que desea adquirir el control no tiene que limitarse a la OPA, sino que puede hacerlo por cualquier otro método, si bien estará obligado a formular una OPA en el caso de alcanzarlo. En cambio, en lo que respecta al modelo anterior al año 2007 son interesantes las palabras de JUSTE (2010) al considerar que en la OPA obligatoria *a priori*, «la OPA obligatoria constituía el único medio válido de adquisición del control de una sociedad cotizada, hasta el punto de haberse firmado, con razón, que se imponía la obligación negativa de no adquirirlo sino a través de la OPA»[416].

En la normativa actual, dicha flexibilidad para poder someter la OPA a condiciones y, al fin y al cabo, poder revocar la oferta en caso de no alcanzarse el fin previsto por el oferente, ha permanecido exclusivamente en el modelo de OPA voluntaria que puede ser también una vía para alcanzar el control de una sociedad por la vía del artículo 8 f) del Real Decreto 1066/2007. La OPA ya no es el único camino legal para alcanzar el control, pero sí que es un camino dotado de ciertas ventajas para lograrlo.

Las OPAs voluntarias aparecen en la Directiva europea en el artículo 2.1 a) que al definir el concepto de OPA a efectos de la propia Directiva dice «ya sea voluntaria u obligatoria», si bien atendiendo al mismo artículo, sólo sería así «siempre y cuando tenga por objeto o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada». También aparecen en el artículo 5.2 que establece que:

[416] Si bien JUSTE (2010) atribuye dicha visión a SALA I ANDRÉS, A. (2000). "*Las OPAS obligatorias ordinarias*". Barcelona: J.M. Bosch.

> La oferta obligatoria contemplada en el apartado 1 no será aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada conforme a la presente Directiva a todos los titulares de valores por la totalidad de sus valores.

Por último, a la hora de determinar el precio justo en la venta forzosa[417] (recordemos que en la Directiva, al contrario que en la normativa española sobre compraventas forzosas, se habla de precio justo y no equitativo) cuando ésta sea consecuencia de una opa voluntaria previa, y no obligatoria, «la contraprestación de la oferta se presumirá justa si el oferente ha adquirido, tras la aceptación de la oferta, valores que representes al menos el 90% del capital que confiera derechos de voto objeto de la oferta»[418].

La Ley del Mercado de Valores acogió las OPAs voluntarias en su artículo 61:

> **Artículo 61:**
>
> Las ofertas públicas de adquisición de acciones, o de otros valores que confieran directa o indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada, formuladas de modo voluntario, deberán dirigirse a todos sus titulares, estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las ofertas contempladas en este capítulo y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, por un número de valores inferior al total.
>
> La oferta obligatoria contemplada en el artículo 60 de esta Ley no será exigible cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, dirigida a todos sus titulares y que haya cumplido todos los requisitos recogidos en el presente capítulo.

[417] Y aunque no se menciona expresamente, se entiende que también en la compra forzosa del artículo 16 de la Directiva, *mutatis mutandi*, según los dispuesto en su apartado 3.

[418] El párrafo siguiente del artículo establece que «tras una oferta obligatoria, la contraprestación de dicha oferta se considerará justa».

Básicamente dicho artículo transpone el artículo 5.2 de la Directiva[419]; permite las OPAs parciales de forma expresa; y sujeta a las mismas al mismo régimen de procedimiento que las OPAs obligatorias.

El Real Decreto 1066/2007 dedica el artículo 13, dentro del capítulo III sobre «Otros supuestos de ofertas públicas de adquisición: exclusión de negociación, reducción de capital mediante adquisición de acciones propias y ofertas voluntarias»[420], a las ofertas voluntarias. El artículo 13, junto con el reconocimiento de la posibilidad de lanzar OPAs voluntarias, establece una enumeración de condiciones resolutorias que pueden ser establecidas por el oferente a la hora de lanzar una OPA. Junto con condiciones tradicionales en el Derecho español –alguna de ellas desde la reforma del año 2003– como la «aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o adopción de otros acuerdos por la Junta General de Accionistas de la sociedad afectada», similar a la establecida en el artículo 21 del Real Decreto 1197/1991, o la «aceptación de la oferta por un determinado número mínimo de valores de la sociedad afectada», recogida en el antiguo artículo 15; se incluye una novedad como es la «aprobación por la Junta General de la sociedad oferente de la oferta» y, más importante aún, se permiten otras condiciones que puedan ser planteadas siempre que sea considerada conforme a derecho por la CNMV y que «su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación»[421]. Es importante subrayar que en caso de no cumplirse las condiciones impuestas por un oferente, éste siempre puede renunciar a su cumplimiento, tal y como establece el artículo 33.3 del reglamento, que recoge lo dicho en el antiguo artículo 24.2.

[419] En cambio lo dicho en el artículo 15 y, por referencia el artículo 16, de la Directiva no quedó reflejado en la Ley del Mercado de Valores si no sólo en el Real Decreto 1066/2007.

[420] El Real Decreto 1197/1991 recogía las ofertas voluntarias en su artículo 8, en el capítulo I sobre "Disposiciones generales".

[421] Lo que viene a plasmar un cambio radical de criterio con respecto a la interpretación que la CNMV había hecho desde sus inicios con el tema de las posibles condiciones, si bien la reforma del año 2003 ya había sido un paso en la dirección correcta. En cualquier caso no es posible dejar de mencionar el ya referido caso de la oferta sobre FERSA lanzada en el año 2012 –y por lo tanto fuera del ámbito temporal de este trabajo- por parte de *Greentech Energy Systems,* debido a las reticencias de la CNMV a aceptar condiciones.

Adicionalmente se reitera que son posibles las OPAs parciales; se especifica que en los casos de OPAs voluntarias no es necesario que el precio sea equitativo, en el sentido dado en la norma reglamentaria, salvo en el caso que veremos al ver el artículo 8 f) del Real Decreto; y, por último, se clarifica que cuando «en el curso de la formulación de una oferta voluntaria esta deviniera obligatoria», la oferta deberá cumplir con lo dispuesto para las ofertas obligatorias, caso que no debe confundirse con el establecido en el artículo 8 f) anteriormente citado[422].

Las ofertas voluntarias son tratadas de forma expresa en diferentes artículos del texto reglamentarios:

- artículo 2, sobre ámbito de aplicación objetivo del Real Decreto, que incluye de forma expresa las ofertas voluntarias.

- artículo 8, que en su apartado f)[423] regula lo dispuesto en el artículo 5.2 de la Directiva, si bien adaptando unas condiciones más restrictivas que resultan polémicas en la doctrina[424].

- artículo 16, sobre anuncio de la oferta, que establece, en el caso de ofertas voluntarias que «tan pronto como se haya adoptado la decisión de formular una oferta pública de adquisición y siempre

[422] Mientras que el artículo 8 f) se refiere a situaciones en las que como resultado de una OPA voluntaria se alcance el control y que, por cumplirse determinadas condiciones, quedan exentas del lanzamiento de una OPA obligatoria, el artículo 13 viene referido a situaciones en las que tras anunciarse una OPA voluntaria se produce, con anterioridad al final del periodo de aceptación de la oferta, algún hecho –como, por ejemplo, concierto con algún accionista o la compra de una paquete superior al 30%- que obliga al oferente a lanzar una OPA obligatoria. Es decir, la obligatoriedad de la OPA no deviene del resultado positivo de la oferta voluntaria sino de algún otro hecho paralelo a la oferta voluntaria inicial. A este respecto ver SÁNCHEZ CALERO (2009).

[423] «Cuando el control se haya alcanzado tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, si se da alguna de las siguientes circunstancias: que la oferta haya sido formulada a un precio equitativo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 9; o bien, que haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta».

[424] Puede verse una precisa descripción de los problemas que conlleva la opción elegida por el legislador español en JUSTE, J. (2010). "OPAs voluntarias". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 317-346). Valencia: Tirant lo blanch.

que se haya asegurado que se puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo o previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de contraprestación, el oferente deberá hacer pública y difundir esa decisión». Adicionalmente, el apartado 4 establece que «cuando se haya autorizado una oferta pública de adquisición sobre una sociedad no podrá anunciarse una nueva oferta pública de adquisición voluntaria sobre la misma si ha finalizado el plazo para la presentación de una oferta competidora, hasta que no haya finalizado el plazo de aceptación de las precedentes». Este apartado es, como ya vimos al hablar de OPAs competidoras, consecuencia de lo acontecido en la batalla por el control de Endesa, cuando ENEL y Acciona no pudieron presentar una oferta competidora al haber acabado los plazos para ello, si bien anunciaron una oferta futura que acabó por abocar al fracaso la única oferta vigente en aquel momento, que era la de la empresa germana E.ON.

- artículo 17, sobre presentación de la oferta, que incluye en su apartado 1 (por referencia al capítulo III, ya que no se habla de ofertas competidoras) las ofertas voluntarias en el procedimiento general de presentación de las ofertas. Adicionalmente el tercer párrafo se establece que «en el caso de una oferta voluntaria, se indicará si la decisión de promover la oferta pública está condicionada a su aprobación por la Junta General de Accionistas de la sociedad oferente y, en su caso, se aportará la documentación correspondiente en cuanto se obtenga dicha aprobación».

- artículo 30, sobre irrevocabilidad y condiciones de la oferta, que establece que las ofertas voluntarias pueden estar sujetas a condición. Como ya vimos, este artículo es heredero del antiguo artículo 21, si bien adaptado al nuevo modelo de OPA obligatoria *a posteriori*.

- artículo 33, sobre desistimiento y cese de efectos de la oferta, que delimita los únicos supuestos en que el oferente podrá desistir de su oferta en el caso de ser ésta voluntaria. Este artículo, como también ya hemos comentado, es clara herencia del antiguo artículo 24, si bien adaptado al nuevo modelo de OPA obligatoria *a posteriori* y, por lo tanto sin posibilidad de condiciones salvo aquellas relativas a aprobaciones de autoridades de competencia;

- artículo 38, sobre reglas de distribución y prorrateo, aplicable a las permitidas OPAs voluntarias parciales, si bien el propio artículo no establece expresamente esta limitación una vez que acaba por ser casi una transcripción del antiguo artículo 29 del Real Decreto 1197/1991.

- artículo 39, sobre el resultado negativo de la oferta.

Capítulo 3.- Las OPAs en el sector eléctrico español

En la primera parte de esta tesis se ha analizado la importancia del sector eléctrico español así como el alto grado de intervención pública al que se ha visto sometido a todos los niveles desde prácticamente sus orígenes a finales del siglo XIX hasta nuestros días. Junto a diversas OPAs individuales, en el periodo de tiempo analizado destacaban un conjunto de OPAs interrelacionadas que se pueden clasificar en tres grandes grupos:

- La creación del grupo Endesa desde los años ochenta, que ha dado lugar a siete OPAs más otros tantos movimientos corporativos que han estado condicionados por la propia regulación sobre OPAS (ya vimos como la compra de determinados paquetes de acciones fueron realizadas en unos términos y condiciones determinados con el objetivo de evitar precisamente el tener que lanzar una OPA).

- La lucha, en dos etapas claramente diferenciadas, por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico, que fue también un *test* importante para la regulación sobre OPAs, especialmente en lo referido a las ofertas competidoras y ofertas condicionadas.

- La lucha por el control de Endesa, que puede ser considerada a día de hoy el mayor *test* al que se enfrentó el marco regulatorio español de OPAs y gran parte de los problemas que surgieron en dicha batalla trataron de ser solventados de forma más o menos afortunada en la última gran modificación de la regulación sobre dicha materia, el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

La segunda parte estaba dedicada a la regulación de OPAs, tratando de analizar la evolución de la legislación sobre esta figura jurídica e intentando poner

en perspectiva los diferentes cambios, sus motivaciones teóricas y prácticas, viendo hasta qué punto dichas motivaciones estaban incardinadas en la experiencia previa. Es decir, en qué medida parte de las modificaciones de la regulación venían motivadas por los problemas surgidos en la aplicación de la misma en los casos anteriormente mencionados y, fundamentalmente, en aquellos que tenían como protagonista al sector eléctrico.

Una vez analizados en detalle el sector eléctrico español, su evolución y estructura, así como su importancia estratégica; y la evolución de la regulación de OPAs en España desde inicios de los años noventa hasta el año 2007, así como la influencia que sobre la misma han tenido el Derecho Comparado, el Derecho Comunitario, la doctrina y la propia casuística; llegamos ahora a la tercera parte de esta tesis.

El objetivo es analizar ahora lo que ha representado el sector eléctrico en el mundo de las OPAs en los años que son objeto de estudio, tratando de compararlo con otros sectores fundamentales de nuestra economía. Además se ha procedido a realizar un análisis sistemático de todas las OPAs relacionadas con el sector, con el objeto de aportar una visión detallada de cada una de ellas e identificar los principales problemas jurídicos planteados, especialmente aquellos relacionados con la materia que nos ocupa.

Es evidente, en cualquier caso, que los problemas planteados en las dos grandes batallas –por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico y por el control de Endesa– han tenido una especial relevancia en el mundo de las OPAs y en la evolución posterior de la regulación, por lo que nos detendremos en especial en ellas, en los múltiples problemas que se plantearon en su ejecución, en las soluciones adoptadas y en la influencia que tuvieron con posterioridad.

3.1.- Las OPAs en el sector eléctrico: importancia relativa

Si bien la primera regulación específica sobre las OPAs se promulga en España en 1980, no es hasta 1990 cuando se produce un despegue en este tipo de operaciones. En la Bolsa de Madrid hasta 1990 no llegaron a producirse siquiera diez OPAs al año en toda la década de los ochenta con la excepción de 1988, ya al final de la década. Sin embargo, desde 1990 el número de OPAs por año nunca fue inferior a diez.

Desde el año 1990 al año 2007 el número de OPAs presentadas en el mercado español ha superado las trescientas, correspondiendo al sector eléctrico apenas una veintena de las mismas. Es decir, desde un punto de vista puramente cuantitativo es difícil argumentar que el sector eléctrico destaque sobre otros, si bien la afirmación anterior habría que matizarla sobre todo en lo que al peso económico de dichas OPAs se refiere.

En el mercado español destacan los análisis históricos sobre las diferentes OPAs realizados por PÉREZ-SOBA y por PALACÍN. PÉREZ-SOBA (2002b)[425] publicó un primer artículo abarcando el periodo 1983-2001 en la Bolsa de Madrid, si bien fue actualizado ya en 2007 en un nuevo trabajo[426] que cubría el periodo 1983-2006 e incluía ya todas las OPAs del mercado español y no sólo aquellas registradas en la Bolsa de Madrid. Dicho estudio fue finalmente actualizado en un artículo posterior sobre la actividad de los grupos empresariales en las OPAs, que abarcaba el periodo 1983-2007[427].

[425] PÉREZ-SOBA, I. (2002b). "Las OPAs en la Bolsa de Madrid (1983-2001): concentración positiva". *Bolsa de Madrid* (106), pp. 11-18.

[426] PÉREZ-SOBA, I. (2007). "1983-2006, más de 20 años de OPAs en la bolsa española". *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles* (167), pp. 14-23.

[427] PÉREZ-SOBA, I. (2008). "La actividad de los grupos empresariales en las OPA: La experiencia española (1983-2007)". *Ekonomiaz: Revista vasca de economía* (68), pp. 134-155.

PALACÍN (2004) abarca el periodo 1991-2002 para todas las bolsas españolas, si bien posteriormente amplió el estudio al periodo 2003-2007[428]. Otro estudio sobre el mismo tema es el publicado para el periodo 1990-1998 por ALCALDE y ESPITIA (2001)[429].

De los diferentes estudios mencionados sobre las OPAs en España, varias son las conclusiones que resultan interesantes para el sector eléctrico.

Sobre el total de OPAs en España, las que tenían como empresa adquirida a compañías del sector eléctrico han tenido un papel relevante, si bien los principales estudios destacan dos características:

- Por lo general, su peso económico ha sido mayor que su peso puramente numérico. PÉREZ-SOBA (2002) destaca como en el periodo 1983-2001 el número de OPAs en España que tenían por objetivo a compañías del sector eléctrico representó apenas el 4,7% de las mismas, si bien su peso económico (los «recursos financieros empleados en las OPAs») fue muy superior, alcanzando el 17% del total. En los estudios posteriores llevados a cabo por la misma autora y anteriormente mencionados el sector eléctrico quedaba incluido dentro del más amplio sector «petróleo y energía»[430], representando para el periodo 1983-2007 el 9% del número de OPAs y el 24% de los recursos financieros empleados en las OPAs.

[428] PALACÍN, M. (2007). "Grado de competencia en el mercado español de control de empresas cotizadas (2003-2007)". *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles* (167), pp. 30-34; y PALACÍN, M. (2004). "Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-2002)". *Bolsa de Madrid* (128), pp. 72-80.

[429] ALCALDE, N. y ESPITIA, M. (2001). "El mercado pera el control de sociedades en España. Características y evolución durante el periodo 1990-1998". *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española* (2682), pp. 9-22.

[430] Si bien la propia PÉREZ-SOBA (2007) reconocía que «en el sector "petróleo y energía" destacan las OPAs sobre las sociedades eléctricas (el 71% de las OPAs y el 80% del coste de las ofertas sobre el sector)».

- A pesar de la importancia del sector eléctrico, por lo general ha sido como mucho el tercer sector en grado de importancia si nos atenemos al número de OPAs en el sector o a los recursos financieros empleados.

PALACÍN (2004) para el periodo 1991-2002 considera que el sector «agua, gas y electricidad» ha sido el tercero en importancia con una cuota del 11%, por detrás de «construcción e inmobiliarias» con 28%, «químicas y textil» con 15% o «alimentación» con 13%.

PÉREZ-SOBA (2008) para el periodo 1983-2007 considera que el sector «petróleo y energía» representa, atendiendo a los recursos financieros empleados, el 24% del total, frente al 26% de «servicios financieros e inmobiliarias» o el 26% también del sector «materiales básicos, industria y construcción». Para el periodo 1983-2001, el sector eléctrico representaba el 17% de los recursos financieros frente al 30% que representó el sector financiero.

No siendo los estudios habidos hasta la fecha coincidentes ni en el periodo de estudio ni en su enfoque sectorial con el objeto del presente análisis, hemos llevado a cabo un análisis en cierto modo similar para el desarrollo del presente trabajo.

Las conclusiones tras analizar las OPAs aprobadas por la CNMV en el periodo 1990-2007 confirman las principales ideas ya referidas en la doctrina si bien los datos proporcionados por la CNMV refuerzan el peso del sector eléctrico en el periodo analizado.

OPAS aprobadas por la CNMV: 1990-2007

		Sector		Volumen efectivo teórico (€)			
	Total	eléctrico	%	Total	Sector eléctrico	%	Comentarios
1990	19	0	0%	1.241.916.847	0	0%	
1991	31	4	13%	3.721.882.903	2.725.113.339	73%	Creación de Iberdrola articulada a través de una OPA
1992	24	1	4%	1.485.141.289	12.708.593	1%	
1993	29	0	0%	822.978.253	0	0%	
1994	17	1	6%	815.053.053	26.299.118	3%	
1995	22	0	0%	1.720.380.096	0	0%	
1996	20	2	10%	1.759.486.561	1.190.782.656	68%	OPAs de Endesa por Sevillana de Electricidad y FECSA
1997	14	0	0%	674.193.444	0	0%	
1998	18	0	0%	4.641.981.017	0	0%	OPA del Banco Santander por Banesto
1999	13	0	0%	711.391.161	0	0%	
2000	16	1	6%	5.501.184.519	2.716.722.432	49%	OPA de *Texas Utilities* por Hidrocantábrico fue retirada
2001	19	3	16%	8.255.308.997	5.790.485.448	70%	Batalla por el control de Hidrocantábrico
2002	17	1	6%	5.562.889.365	112.868.001	2%	
2003	13	0	0%	7.001.233.570	0	0%	Oferta de Gas Natural por Iberdrola fue retirada
2004	9	0	0%	2.048.119.121	0	0%	
2005	13	0	0%	10.361.777.664	0	0%	
2006	21	3	14%	86.154.129.068	48.485.783.965	56%	Batalla por el control de Endesa
2007	16	1	6%	44.877.070.157	22.956.901.640	51%	Batalla por el control de Endesa
Total	331	17	5%	187.356.117.085	84.017.665.191	45%	

Fuente: Elaboración propia (con datos de la CNMV)

Atendiendo al número de OPAs aprobadas por la CNMV en dicho periodo, el sector eléctrico representó apenas el 5% del total con un total de diecisiete ofertas sobre un total de 331.

Sin embargo su peso económico resulta notablemente superior, representando el sector eléctrico el 45% del valor efectivo teórico, tal y como es computado por la propia CNMV. Este valor está distorsionado por el hecho de que en este periodo ha habido un elevado número de ofertas competidoras y mejoras tanto sobre Endesa como sobre Hidroeléctrica del Cantábrico que han elevado el valor teórico[431], pero en cualquier caso es una clara indicación del relevante peso del sector en el devenir del mercado de control empresarial y su plasmación a través del lanzamiento (y aprobación por parte de la CNMV) de ofertas públicas de adquisición[432].

Por último es importante recalcar cómo en cinco de los dieciocho años analizados el valor efectivo teórico de las OPAs relacionadas con el sector eléctrico superó el 50% del total, a lo que habría que añadir el 49% alcanzado en el ejercicio 2000. Por el contrario, en nueve de los años estudiados no hubo ninguna operación relacionada con el sector eléctrico.

Todo ello nos lleva a concluir que la importancia de lo sucedido en el sector eléctrico ha tenido un peso muy relevante en la puesta en práctica de la legislación sobre OPAs en España, siendo un sector que si bien ha tenido un peso relativo en cuanto a número de operaciones, ha tenido una relevancia fundamental

[431] Es preciso aclarar que en los casos de OPAs competidoras, aparecen computados los valores teóricos de cada una de las ofertas y mejoras posteriores.

[432] Es importante también destacar que OPAs tan importantes como la lanzada por Gas Natural por Iberdrola en 2003 o la lanzada por *Texas Utilities* por Hidroeléctrica del Cantábrico en el año 2000 no aparecen reflejadas ya que no llegaron a ser aprobadas por el regulador.

en cuanto a valor económico de las operaciones planteadas, con las implicaciones que ello tiene tanto a nivel político como estratégico o incluso mediático.

3.2.- Las OPAS en el sector eléctrico: análisis

Como ya hemos visto, en el período analizado el número de OPAs aprobadas por la CNMV fue de 17. Sin embargo, de cara a analizarlas individualmente hemos considerado también aquellas OPAs que no llegaron a ser aprobadas por la CNMV, ya fuera porque fueron vetadas por algún organismo regulador cuya aprobación era necesaria, como fue el caso de la oferta lanzada por Gas Natural sobre Iberdrola en el año 2003, ya porque se retirase antes de dicha aprobación al no haberse llegado a un pacto con los principales accionistas para eliminar las condiciones a las cuales estaba sometida la oferta y que planteaban serias dudas al organismo regulador, como fue el caso de la OPA anunciada por *Texas Utilities* en el año 2000 sobre Hidroeléctrica del Cantábrico.

Adicionalmente, en los casos que ha habido modificaciones sobre la oferta inicial (así ha sido en casos como los de la OPA de Ferroatlántica sobre Hidroeléctrica del Cantábrico o de E.ON sobre Endesa) hemos desglosado en la mayoría de los casos las diferentes modificaciones, de forma que fuese más fácil identificar los principales cambios.

En términos generales cabe distinguir tres tipos de operaciones:

a) OPAs dentro del gradual proceso de creación del grupo Endesa. Por lo general fueron OPAs razonablemente pacíficas, lo cual no es óbice para que planteasen interesantes cuestiones jurídicas.

b) OPAs que es posible agrupar dentro de dos grandes procesos por alcanzar el control tanto del grupo Hidroeléctrica del Cantábrico en el periodo 2000-2001 como del grupo Endesa en el periodo 2006-2007.

c) Una OPA de exclusión, de Hidroeléctrica del Cantábrico, en el año 2002.

OPAS en el Sector Eléctrico (1990-2007)

Fecha aprobación	Entidad Objeto	Oferente	Contraprestación	Objeto	Resultado[1]	Volumen efectivo teórico (€)	Comentario
26/3/1991	Electra de Viesgo	Endesa	15,81€ por acc.	75,1%	10.14%	231,466,192	Banco Santander había vendido con anterioridad el 24.9% de la compañía a Endesa y se comprometió a vender en la OPA acciones representativas del 55.1% del capital social
05/06/1991	Hidroeléctrica E.	Iberdrola	4 acc. de IB+1,50€ x 5 acc. de HE[3]	100,00%	87.85%	1,849,891,459	
3/7/1991	Sevillana	Endesa	4,27€ por acc.[3]	23,67%	99.97%	284,926,328	Valores no afectados por la OPA (9,84%)
4/10/1991	FECSA	Endesa	4,72€ por acc.[3]	25,01%	99.99%	358,829,360	Valores no afectados por la OPA (14,99%)
30/1/1992	Saltos del Nansa	Endesa/Unión Fenosa	29 acc. de UF+100,86€ x 4 acc. de SN	25,2%	99.99%	12,708,593	Valores no afectados por la OPA (49,77%)
18/5/1994	Saltos del Nansa	Electra de Viesgo	42,07€ por acc.	62,51%	73.93%	26,299,118	Valores no afectados por la OPA (37,49%)
24/10/1996	Sevillana	Endesa	7,81€ por acc.[3]	35,68%	100.00%	831,962,248	Valores no afectados por la OPA (39,44%)
24/10/1996	FECSA	Endesa	6,61€ por acc.	26,02%	100.00%	358,820,409	Valores no afectados por la OPA (48,98%)
13/3/2000[4]	Hidrocantábrico	Texas Utilities	21,25€ por acc.	94,99%	Retirada	2,285,159,754	Retirada con fecha 28/3/2000 tras anunciar Unión Fenosa una OPA con un precio de 24 euros y con el respaldo de los principales accionistas de HC
18/4/2000	Hidrocantábrico	Unión Fenosa	24€ por acc.	100,00%	Retirada	2,716,722,432	Retirada por el Consejo de Administración de Unión Fenosa tras el veto impuesto por el Consejo de Ministros celebrado el 26/05/2000
17/1/2001	Hidrocantábrico	Ferroatlántica	19€ por acc.	25,00%	Modificada	537,684,648	OPA inicial en la batalla por el control de HC, fue modificada posteriormente (modificaciones autorizadas con fecha 3/4/2001
6/2/2001	Hidrocantábrico	Adygesinval	24€ por acc.	85,02%	22.59%	2,309,684,832	Valores no afectados por la OPA (14,98%). OPA competidora de la lanzada por Ferroatlántica
7/3/2001	Hidrocantábrico	RWE	26€ por acc.	100,00%	Retirada	2,943,115,968	OPA competidora de la lanzada por Ferroatlántica sobre HC. Retirada con fecha 5/4/2001 tras la modificación de la oferta inicial presentada por Ferroatlántica
3/4/2001	Hidrocantábrico	Ferroatlántica	27,30€ por acc.	100,00%	59,66%	3,090,271,766	Modificación de la OPA inicial autorizada con fecha 17/1/2001
14/5/2002	Hidrocantábrico	Hidrocantábrico	27,30€ por acc.	3,65%	73.86%	112,868,001	OPA de exclusión
10/3/2003[4]	Iberdrola	Gas Natural	29 acc. de GN+340€ x 50 acc. de I	100,00%	Retirada	15,326,336,077	Retirada con fecha 5/5/2003 tras denegar la CNE la autorización para la operación
23/1/2006	Unión Fenosa	ACS	33 € por acc.	10,00%	100.00%	1,005,441,789	Valores no afectados por la OPA (24,51%)
27/2/2006	Endesa	Gas Natural	569 acc. de GN+5.983€ x 1.000 acc. de E	100,00%	Retirada	21,112,120,702	Retirada con fecha 1/2/2007
16/11/2006	Endesa	E.ON	24,91€ por acc.	100,00%	Modificada	26,368,221,474	El precio inicial era de 27,50 euros por acción pero debido al pago de dividendos por parte de Endesa en dos ocasiones, el precio ajustado era de 24,91 euros por acción
6/2/2007	Endesa	E.ON	38,75€ por acc.	100,00%	Modificada	41,026,644,534	Modificación de la OPA autorizada con fecha 16/11/2006
28/3/2007	Endesa	E.ON	40,00€ por acc.	100,00%	6.01%	42,350,084,680	Segunda modificación de la OPA autorizada con fecha 16/11/2006. Resultado negativo al no alcanzarse el 50,01% mínimo establecido como condición
25/7/2007	Endesa	ENEL/Acciona	40,16€ por acc.	53,99%	85.30%	22,956,901,640	El precio inicial era de 41,30 euros por acción pero debido al pago de dividendos por parte de Endesa, el precio ajustado era de 40,16 euros por acción. Valores no afectados por la OPA (46,01%)

(1) Calculado como porcentaje sobre el total de acciones objeto de la OPA.
(2) Participación del oferente en la entidad objeto antes y después de la oferta.
(3) Adicionalmente había contraprestaciones alternativas para otro tipo de valores como obligaciones convertibles en acciones.
(4) Fecha del anuncio de la OPA ya que no llegó a ser autorizada por la CNMV.
(5) Inicialmente era del 80% pero el cambio de estatutos aprobado en las Juntas Generales de Accionistas de HC permitió reducir el mínimo.

Fuente: Elaboración propia

3.2.1.- OPA 1: Endesa sobre Electra de Viesgo

3.2.1.1.- Antecedentes

Con la crisis del sector de los años ochenta e inicios de los noventa, el gobierno impulsó la creación de un grupo fuerte aglutinado alrededor de la empresa pública Endesa. Su nacimiento puede establecerse en el año 1983, mediante la aportación a la empresa pública Endesa de las participaciones en otras empresas del sector propiedad del Instituto Nacional de Industria. Con ello Endesa se convertía en el principal instrumento utilizado por el gobierno para la reordenación del sector.

Poco a poco Endesa fue creciendo mediante refuerzos de sus participaciones en algunas de las empresas de las que ya era accionista, así como con compras de otras empresas en las que no era partícipe con anterioridad. Junto con el objetivo de crear un operador eléctrico de gran tamaño, otro elemento fundamental que explica la estrategia de la empresa en los años noventa es su necesidad de corregir el desequilibrio en su cartera entre generación y distribución, ya que Endesa era en sus orígenes una empresa básicamente generadora de electricidad.

En 1990, el Banco Santander, principal accionista con un 80% del capital de Electra de Viesgo, empresa eléctrica de la región cántabra, decidió vender su participación. Y tras un intento fallido por vendérsela a Iberduero, llegó a un acuerdo con Endesa. Dicho acuerdo implicaba no sólo la venta de su posición en Electra de Viesgo (80%) sino también la venta de pequeños paquetes en FECSA (2,05%) y Unión Fenosa (1,2%). En particular, la compra por parte de Endesa de la participación en Electra de Viesgo se articuló a través de una OPA por la

compañía, si bien en una primera fase vendió directamente un 24.9% de la misma (por este motivo la OPA afectó no al 100% de la compañía sino sólo al 75,10% de la misma) y se comprometió a vender el restante 55,1% en el transcurso de la OPA y a un precio en ningún caso superior al de la misma.

3.2.1.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 22 de marzo de 1991.
- Fecha de aprobación por la CNMV: 26 de marzo de 1991.
- Fecha de anuncio de resultado: 7 de mayo de 1991.

3.2.1.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 15,81 euros por cada acción de Electra de Viesgo.
- Objeto: Debido al acuerdo previo alcanzado con el principal accionista de la compañía, Banco Santander, Endesa compró con anterioridad al lanzamiento un 24,9% de la compañía por lo que los valores afectados por la OPA representaban el 75,10%.

3.2.1.4.- Resultado de la OPA

Debido al hecho de que Banco Santander vendió un bloque representativo del 24,9% de la empresa con anterioridad a la OPA y que el 55,1% restante se vendió durante la OPA, pero al margen de la misma, el resultado final oficial fue que sólo un 10% del total de acciones objeto de la OPA, es decir, en

torno a un 7,6% del capital de Electra de Viesgo aceptó la oferta y ello aunque la venta del paquete inicial fue a un precio ligeramente inferior al de la OPA.

A pesar de ello, tras el proceso mencionado Endesa logró obtener una participación en Electra de Viesgo del 87.6% del capital, quedando el resto cotizando en el mercado bursátil.

3.2.1.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Regulación: Es interesante a este respecto subrayar que esta OPA todavía estuvo sujeta al Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, por el que se deroga el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, y se establece una nueva regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios.

3.2.2.- OPA 2: Iberduero sobre Hidroeléctrica Española

3.2.2.1.- Antecedentes

El proceso de concentración del sector eléctrico vislumbrado en los años anteriores y en el que el grupo Endesa jugó un papel determinante llevó en el año 1991 al acuerdo para la fusión entre dos grandes compañías del sector como eran Iberduero e Hidroeléctrica Española para crear Iberdrola, siendo el BBV uno de los accionistas de referencia en ambas compañías. Con esta integración, Iberdrola pasaba a ser la cuarta mayor empresa española por capitalización bursátil por detrás tan solo de Telefónica, Repsol y el propio BBV.

Dicho proceso de integración fue acordado por los consejos de administración de ambas compañías en abril de 1991 mediante un protocolo por el

cual se encomendaba a la nueva sociedad HI Holding la función de gestionar conjuntamente ambas empresas hasta que hubiese una integración real así como de estudiar la mejor fórmula jurídica para llevar a cabo esa integración, teniendo en cuenta aspectos tan relevantes como la problemática estratégica, jurídica, financiera y fiscal.

Como resultado del análisis llevado a cabo por ambas empresas se llegó a la conclusión que la OPA de canje de Iberduero dirigida a las acciones y obligaciones convertibles de Hidroeléctrica Española representaba la mejor solución debido a las menores cargas fiscales que supondría, así como por cuestiones de tiempo y flexibilidad[433].

El Ministerio de Industria impuso diversas condiciones a la integración de ambas compañías que incluían:

- Separación de activos de generación y distribución;
- Aceptación de los intercambios de activos necesarios con otros grupos productores;
- La permanencia de la tarifa única;
- Respeto al marco estable para fijar los costes estándar;
- Planificación de las inversiones a través del Plan Energético Nacional (PEN);
- Mantenimiento de la explotación unificada.

[433] El País, edición de 7 de junio de 1991.

3.2.2.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 31 de mayo de 1991.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 5 de junio de 1991.

- Fecha de anuncio de resultado: 15 de julio de 1991.

3.2.1.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: Debido a la existencia de obligaciones convertibles en acciones la contraprestación de la OPA era múltiple, atendiendo al tipo de valor que se considerase:

    a) 4 acciones de nueva emisión de Iberduero más 1,50 euros por cada 5 acciones de Hidroeléctrica Española.

    b) 15 acciones nuevas de Iberduero más 4,44 euros por cada obligación convertible serie 57 de Hidroeléctrica Española.

    c) 14 acciones nuevas de Iberduero más 5,11 euros por cada obligación convertible serie 4A de Hidroeléctrica Española.

    d) 14 acciones nuevas de Iberduero más 5,11 euros por cada obligación convertible serie 4A de Hidroeléctrica Española.

- Objeto: Los valores afectados por la OPA fueron tanto el 100% del capital social de Hidroeléctrica Española como de las obligaciones convertibles en acciones que la propia empresa tenía en el mercado (series: 1.973.000 obligaciones de la serie 57, 2.250.000 obligaciones de la serie 4A y 750.000 obligaciones de la serie 4B).

- La OPA estaba condicionada a la aceptación de acciones que representasen al menos el 29.86% del capital social de Hidroeléctrica Española.

3.2.2.4.- Resultado de la OPA

Finalmente la OPA fue aceptada por accionistas que representaban el 87.85% del capital social.

Con respecto a las obligaciones convertibles, la oferta fue aceptada por el 36,06% de las obligaciones de la serie 57; el 36,90% de las obligaciones de la serie 4A; y el 26,62% de las obligaciones de la serie 4B.

3.2.2.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Regulación. Es interesante a este respecto subrayar que esta OPA, al igual que la de Endesa sobre Electra de Viesgo, todavía estuvo sujeta al Real Decreto 279/1984, de 25 de enero, por el que se deroga el Real Decreto 1848/1980, de 5 de septiembre, y se establece una nueva regulación de las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios.

3.2.3.- OPA 3: Endesa sobre Sevillana de Electricidad

3.2.3.1.- Antecedentes

Como ya hemos visto, desde 1983 Endesa fue el pilar del gobierno español para llevar a cabo la reorganización de un sector eléctrico que adolecía de diversos problemas como la falta de integración y el excesivo apalancamiento de algunos de sus principales operadores.

Endesa, siendo en sus orígenes una empresa netamente generadora de electricidad, trató de compensar esta situación comprando participaciones en empresas netamente distribuidoras, como era el caso de Sevillana de Electricidad.

En un primer momento, y con la aprobación previa del INI, Endesa compró en el mercado bursátil un 9,8% de la compañía entre los meses de junio y julio de 1989. Sin embargo, la airada respuesta tanto del Consejo de Administración de la empresa –y en general del sector eléctrico privado[434]– como de uno de sus principales accionistas, BBV, que reforzó su posición y alcanzó un 10,15% de la compañía (desde un 7%), llevó al INI a paralizar nuevas comprar por parte de Endesa, si bien no fue obligada a vender la participación ya adquirida.

Sin embargo, en el año 1991, tras el anuncio en abril por parte Iberduero e Hidroeléctrica Española de sus planes de integración –con el BBV como accionista de referencia– Endesa volvió a dar muestras de su interés en reforzar su

[434] En este sentido el diario ABC, edición de 16 de septiembre de 1989, explicaba como: «La entrada de Endesa en Sevillana ha conmocionado a las distintas compañías eléctricas, que han denunciado la competencia ilegal de Endesa […]».

posición en Sevillana de Electricidad, buscándose desde mayo de ese mismo año un acuerdo tanto con la compañía como con sus principales accionistas.

Tras varias semanas de negociaciones con noticias sobre potenciales acuerdos y ofertas que implicaban pagar con acciones de Endesa a los principales bancos accionistas de Sevillana,[435] finalmente se logró un acuerdo por el que Endesa se haría, mediante una OPA por el 23,67% de Sevillana, con el 33,5%[436] del capital, mientras que Sevillana se haría con un 2% del capital de Endesa y contaría con un representante en su Consejo de Administración. Mediante este acuerdo, los bancos no podían vender toda su participación en Sevillana a Endesa, sino que era necesario un prorrateo. No obstante, la contraprestación fue finalmente pagada en dinero efectivo y no en acciones de la propia Endesa como prefería ésta inicialmente.

3.2.3.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 28 de junio de 1991.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 3 de julio de 1991.

- Fecha de anuncio de resultado: 14 de agosto de 1991.

[435] Los principales banco accionistas de Sevillana de Electricidad eran Banco de Bilbao Vizcaya, con un 10,5% del capital; Banco Español de Crédito, con un 3,5%; Banco Central, con un 3%, Banco Hispano Americano, con un 3%; y Banco Santander con un 2,5%.

[436] Frente al 40% previsto inicialmente.

3.2.3.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: Debido a la existencia de obligaciones convertibles en acciones la contraprestación de la OPA era múltiple, atendiendo al tipo de valor que se considerase:

    a) 4,27 euros por cada acción de Sevillana de Electricidad.

    b) 388,12 euros por cada obligación convertible serie 3ª E-25/06/88 de Sevillana de Electricidad.

    c) 385,75 euros por cada obligación convertible serie 4ª E-24/02/90 de Sevillana de Electricidad.

    d) 416 euros por cada obligación convertible serie 5ª E-23/03/91 de Sevillana de Electricidad.

- Objeto: Los valores afectados por la OPA fueron el 23,67% del capital social de Sevillana de Electricidad, toda vez que Endesa quería alcanzar el 33,5% y ya era propietaria del 9,84% de las acciones de Sevillana, como las obligaciones convertibles en acciones que la propia empresa tenía en el mercado (series: 7.278 obligaciones de la serie 3ª E-25/06/88, 23.370 obligaciones de la serie 4ª E-24/02/90 y 47.330 obligaciones de la serie 5ª E-23/03/91).

3.2.3.4.- Resultado de la OPA

Finalmente la OPA fue aceptada por un número de valores superior a los máximos establecidos por lo que fue necesario un prorrateo.

En cualquier caso, los principales bancos presentes en el capital de Sevillana de Electricidad no acudieron finalmente a la OPA, si bien sólo BBV comunicó mediante la publicación de un Hecho Relevante su intención de no vender acciones de la compañía eléctrica a Endesa.

3.2.3.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Supuestos excluidos de la obligación de lanzar una OPA. Un tema del que se habló durante las negociaciones a varias bandas que culminaron con la oferta analizada, fue la posibilidad de que Endesa acabase comprando un paquete relevante de Sevillana de Electricidad sin necesidad de lanzar una OPA, empleándose para ello la excepción incluida en el artículo 4 d) del Real Decreto 1197/1991[437]:

> Las adquisiciones que se produzcan como consecuencia de la reordenación o reestructuración de sectores económicos cuando así lo acuerde a estos efectos la comisión delegada del Gobierno para asuntos económicos.

A pesar de ello, dicha excepción no fue invocada, presentando Endesa la oferta pública que acabamos de estudiar.

[437] Dicha posibilidad apareció mencionada en la prensa de la época como, por ejemplo, en El País, edición del 22 de mayo de 1991.

3.2.4.- OPA 4: Endesa sobre FECSA

3.2.4.1.- Antecedentes

La delicada situación de FECSA en los años ochenta fue uno de los principales problemas del sector a finales de la década. Entre 1987 y 1988 se llegó a un acuerdo con prácticamente todo el sector en el que, junto con medidas legislativas como el Marco Legal Estable, se acordó recapitalizar FECSA.

Fruto de este programa de recapitalización Endesa contaba con un 11,50% de FECSA, al que habría que añadir la posición comprada posteriormente, en 1991, a Banco Santander (en el acuerdo ya mencionado por el que le compraba su participación en Electra de Viesgo).

Junto a Endesa, otras empresas del sector que también habían suscrito acciones de FECSA en el proceso de recapitalización eran también accionistas de referencia en la empresa catalana. Entre ellas cabe destacar Iberdrola, que tras su proceso de fusión contaba con un 14% del capital.

Ya desde principios de 1991 hubo negociaciones con el objetivo de que Endesa pudiese adquirir el control de FECSA, si bien estas negociaciones no se plasmaron hasta septiembre, cuando se acordó que Endesa lanzase una OPA para llegar a controlar el 40% de la sociedad.

Iberdrola, que en un principio estuvo involucrada en las negociaciones para la reestructuración del sector eléctrico en Cataluña debido a su peso en FECSA y a su posición de control en Hidroeléctrica de Cataluña ("Hidruña"), quedó finalmente fuera de las negociaciones y mostró su oposición a la OPA sobre FECSA, siendo su principal motivo de queja que el precio ofrecido no

reflejaba el esfuerzo que en su día accionistas como Iberdrola acometieron para dar viabilidad a FECSA. En cualquier caso, finalmente Iberdrola y Endesa lograron un acuerdo, ya en octubre de 1991, por el que Iberdrola se mostraba dispuesta a deshacerse de su participación en FECSA.

3.2.4.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 27 de septiembre de 1991.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 4 de octubre de 1991.

- Fecha de anuncio de resultado: 12 de noviembre de 1991.

3.2.4.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: Debido a la existencia de obligaciones convertibles en acciones la contraprestación de la OPA era múltiple, atendiendo al tipo de valor que se considerase:

    a) 4,72 euros por cada acción de FECSA.

    b) 235,90 euros por cada obligación convertible E-03/07/86 de FECSA.

    c) 228,63 euros por cada obligación convertible E-09/05/88 de FECSA.

    d) 239,45 euros por cada obligación convertible E-01/08/88 de FECSA.

e) 228,63 euros por cada obligación convertible E-08/08/88 de FECSA.

- Objeto: Los valores afectados por la OPA fueron el 25,01% del capital social de FECSA, una vez que se quería alcanzar el 40,0% y Endesa ya era propietaria del 14,99% de las acciones, así como el 25,01% de las obligaciones convertibles en acciones que la propia empresa tenía en el mercado (series: E-03/07/86, E-09/05/88, E-01/08/88 y E-08/08/88).

3.2.4.4.- Resultado de la OPA

Finalmente la OPA fue aceptada por un número de valores superior a los máximos establecidos por lo que fue necesario un prorrateo.

Además de las acciones indicadas anteriormente, la OPA fue aceptada por sólo el 0,10% de las obligaciones convertibles E-03/07/86; el 0,02% de las obligaciones convertibles E-09/05/88; el 0,03% de las obligaciones convertibles E-01/08/88; y el 0,34% de las obligaciones convertibles E-08/08/88.

3.2.4.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Contraprestación ofrecida. Iberdrola, que había entrado junto con otras compañías eléctricas como accionista de FECSA para ayudar a resolver su situación financiera en los años 1987 y 1988, remitió tras el anuncio de la oferta una carta a la CNMV en la que consideraba que el precio ofrecido por Endesa no reflejaba el esfuerzo realizado en su día por accionistas como la propia Iberdrola. La CNMV en cualquier caso hizo caso omiso de dicha reclamación al considerar que era un tema meramente subjetivo y aprobó sin mayores alteraciones la oferta

presentada por Endesa el 4 de octubre de 1991[438]. A pesar de ello Endesa e Iberdrola llegaron con posterioridad a un acuerdo por el que esta última aceptó vender sus acciones a la primera.

3.2.5.- OPA 5: Endesa/Unión Eléctrica Fenosa sobre Saltos del Nansa

3.2.5.1.- Antecedentes

En septiembre de 1991, Banco Central, principal accionista de Saltos del Nansa llegó a un acuerdo para vender dos paquetes del 24,9% del capital cada uno a Unión Fenosa y Endesa, respectivamente. Unión Fenosa pagaría su parte mediante acciones de la propia empresa mientras que Endesa pagaría en efectivo, si bien tenía la opción de pagar mediante la entrega de acciones de Unión Fenosa, una vez que también era accionista minoritario de dicha compañía eléctrica. Al vender el paquete a dos compradores diferentes, se trataba de evitar el lanzamiento de una OPA, estando el límite legal en aquel momento en el 25%.

Sin embargo, dicha operación fue revisada por la CNMV que consideró que eran parte de una única operación concertada y obligó a ambas empresas a lanzar una OPA por el 75% de Saltos del Nansa, operación que se llevó a cabo ya a inicios de 1992.

3.2.5.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 24 de enero de 1992.

[438] Puede verse esta polémica en la prensa de la época como, por ejemplo, en ABC, edición del 4 de octubre de 1991.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 30 de enero de 1992.

- Fecha de anuncio de resultado: 9 de marzo de 1992.

3.2.5.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 29 acciones nuevas de Unión Fenosa y 106,86 euros por cada 4 acciones de Saltos del Nansa.

- Objeto: El 25,20% del capital social. Endesa y Unión Fenosa eran ya propietarias del 49,77% del capital social de Saltos del Nansa en el momento de lanzar la OPA.

3.2.5.4.- Resultado de la OPA

Finalmente la OPA fue aceptada por un número de valores superior a los máximos establecidos por lo que fue necesario un prorrateo.

3.2.5.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Concertación. Un elemento jurídico relevante vislumbrado en esta oferta fue el de la concertación entre dos accionistas. La concertación puede dar lugar a un amplio abanico de situaciones según hablemos, por ejemplo, de concierto en la compra de las acciones, en el caso de nuevos accionistas que entren en el capital de una sociedad de forma concertada; o concierto de dos accionistas que no hayan adquirido nuevas acciones sino que, en un momento dado decidan llegar a un acuerdo duradero para gestionar la sociedad.

La oferta que tuvieron que lanzar Endesa y Unión Fenosa sobre Saltos del Nansa fue una de las primeras OPAs que tuvo que analizar la CNMV, considerándose que existía tal concierto y obligándose a ambas empresas a lanzar conjuntamente una OPA posterior por un 25,2% (porcentaje éste condicionado por los umbrales de OPA que en ese momento fijaba la regulación en materia de OPAs). Nos encontramos en lo que en la práctica acabó siendo una OPA obligatoria *a posteriori.* Es relevante asimismo analizar cómo mientras en la compra del paquete inicial del 49,9% al Banco Central, Endesa pagó en efectivo mientras que Unión Fenosa lo hizo mediante un canje de acciones (29 acciones nuevas de Unión Eléctrica Fenosa por cada 2 acciones de Saltos del Nansa), permitiendo sin embargo la CNMV que la OPA final fuese mediante una combinación de acciones y efectivo.

Es interesante al respecto del tema de la concertación el comentario de ZURITA (2002) a raíz de la adquisición, ya en el año 2000, de un paquete de Hidroeléctrica del Cantábrico por parte de *Texas Utilities* y *Electrabel*, al considerar que el mero acuerdo para la compra de acciones no debería ser relevante en materia de OPAs obligatorias. Dicho análisis puede verse en el capítulo dedicado, en capítulos posteriores de este estudio, a la OPA de Ferroatlántica sobre Hidroeléctrica del Cantábrico.

3.2.6.- OPA 6: Electra de Viesgo sobre Saltos del Nansa

3.2.6.1.- Antecedentes

En 1994 Endesa llegó a un acuerdo con Unión Eléctrica Fenosa para adquirir su 37,5% de Saltos del Nansa en el marco de los intercambios de activos convenidos en el Protocolo de Intenciones suscrito el 2 de diciembre de 1993 por las compañías eléctricas integradas en UNESA (segundo intercambio de activos).

Mediante este acuerdo, junto con otros intercambios entre empresas del sector, Endesa alcanzaba el 75% del capital social de Saltos del Nansa.

La CNMV obligó a lanzar una OPA, a la que serían de aplicación las normas de prorrateo. Es por ello que la OPA fue finalmente por el 100% de la compañía, si bien Endesa expresó desde un primer momento que su voluntad no era «alcanzar o mantener un porcentaje accionarial superior al 83% del capital de Saltos del Nansa»[439].

3.2.6.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 3 de mayo de 1994.
- Fecha de aprobación por la CNMV: 18 de mayo de 1994.
- Fecha de anuncio de resultado: 22 de junio de 1994.

3.2.6.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 42,07 euros por cada acción de Saltos del Nansa.
- Objeto: El 65,51% del capital social. Los oferentes eran ya propietarios de 37,49% del capital social de Saltos del Nansa en el momento de lanzar la OPA.

[439] «En virtud de lo anterior, la oferente y el grupo Endesa hacen pública su intención de que, una vez finalizado el periodo de liquidación de la Oferta, intentarán volver a colocar en el mercado, por cualquiera de los medios técnicamente posibles, las acciones de Saltos del Nansa, S.A. adquiridas en la OPA que eleven la participación accionarial acumulada por encima del 83% del capital social de la sociedad afectada», continuaba el punto 12 del anuncio de la OPA.

3.2.6.4.- Resultado de la OPA

La oferta de Electra de Viesgo fue aceptada por acciones que representaban el 74,25% de los valores afectados por la OPA (62,51%). Por ello, el capital social adquirido en la OPA fue del 46,4% del capital social de Saltos del Nansa, que unidos al 37,49% del capital que ya estaba en propiedad del grupo Endesa, llevaron a éste a controlar el 83,9% del capital social.

3.2.7.- OPA 7: Endesa sobre Sevillana de Electricidad

3.2.7.1.- Antecedentes

Tras la OPA lanzada en el año 1991 en la que Endesa alcanzó el 33,50% de Sevillana de Electricidad y tras la compra de diversos activos a dicha compañía a raíz del segundo intercambio de activos, Endesa mantuvo su interés en reforzar su posición en Sevillana de Electricidad. En 1994 compró un 6% adicional al BBV. Dicho porcentaje no era casual, ya que era el máximo permitido por la legislación en materia de OPAs en aquellos casos que accionistas que tuviesen más del 25% del capital de una empresa cotizada y quisiesen reforzar su posición. De hecho, la idea inicial fue comprar un 14% pero no se llevó a cabo para evitar el tener que lanzar una OPA.

Sin embargo, en octubre de 1996 el gobierno autorizó el lanzamiento de una OPA por parte de Endesa sobre Sevillana de Electricidad y sobre FECSA, de cara a alcanzar el 75% de ambas compañías. Dicha OPA vino precedida por un acuerdo previo con la propia Sevillana (y tras diversos contactos con su accionista BBV, que fue la institución financiera que avaló las OPAs de Endesa tanto por Sevillana de Electricidad como por FECSA).

Un elemento relevante de las OPAs de Endesa por Sevillana de Electricidad y FECSA en 1996 es el hecho de que fueron las primeras ofertas realizadas tras la creación de la Comisión del Sistema Eléctrico Nacional ("CSEN"), posteriormente denominada Comisión Nacional del Sistema Eléctrico ("CNSE") y, finalmente, Comisión Nacional de la Energía ("CNE"). La CSEN se opuso en un principio a la operación si bien la aprobó a cambio de ciertos compromisos en materia de libre competencia por parte de Endesa y Sevillana de Electricidad.

Es importante encuadrar las OPAs de Endesa sobre Sevillana de Electricidad y FECSA dentro del programa de reestructuración del sector llevado a cabo por el gobierno del Partido Popular y que llevaría posteriormente a la firma del llamado Tercer Protocolo por el que se acordaba el establecimiento de una nueva regulación para el sector y que se plasmaría en la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico.

3.2.7.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 18 de octubre de 1996.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 24 de octubre de 1996.

- Fecha de anuncio de resultado: 29 de noviembre de 1996.

3.2.7.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: Debido a la existencia de obligaciones convertibles en acciones la contraprestación de la OPA era múltiple, atendiendo al tipo de valor que se considerase:

a) 7,81 euros por cada acción ordinaria de Sevillana de Electricidad.

b) 7,69 euros por cada acción nueva (emisión julio 1996)[440].

c) 583,68 euros por cada bono convertible (emisión febrero 1990).

- Objeto: El objeto de la OPA era el 35,68% del capital social para llegar al 75,12%, una vez que Endesa ya era propietaria del 39,44% del capital social. Asimismo, la OPA también se dirigía al 35,68% de los bonos convertibles en circulación.

3.2.7.4.- Resultado de la OPA

El resultado de la OPA fue positivo, habiendo prorrateo tanto para las acciones como para los bonos convertibles.

3.2.7.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Organismo regulatorio independiente. Como ya hemos mencionado, uno de los elementos relevantes de las OPAs de Endesa tanto por Sevillana de Electricidad como por FECSA en 1996 fue el hecho de que fueron las primeras ofertas realizadas en el sector eléctrico tras la creación de un organismo regulador independiente, la Comisión del Sistema Eléctrico Nacional, que tuvo que analizar ambas operaciones a la luz del artículo 14.5 de la Ley 40/1994, de 30 de diciembre, de ordenación del Sistema Eléctrico Nacional, que establecía que:

[440] El motivo para este menor precio era que estas acciones sólo tenían derechos económicos desde el 1 de enero de 1996.

> 5. Deberán ser aprobadas por la Comisión del Sistema Eléctrico Nacional las participaciones realizadas por sociedades con actividades eléctricas en cualquier entidad que realice actividades de naturaleza mercantil, así como las transacciones económicas entre sociedades del mismo grupo cuando afecten a una sociedad que desarrolle estas actividades. Sólo podrán denegarse las autorizaciones como consecuencia de la existencia de riesgos significativos o efectos negativos, directos o indirectos, sobre las actividades reguladas en esta Ley, pudiendo por estas razones dictarse autorizaciones que expresen condiciones en las cuales pueden realizarse las mencionadas operaciones. Se exceptúan las sociedades que desarrollen actividades eléctricas de producción exclusivamente en el régimen especial.

Es interesante en términos de plazos cómo la OPA fue anunciada el 18 de octubre y la solicitud de autorización a la CSEN fue presentada ya el día 23 de octubre, obteniéndose dicha autorización el mismo día 23, sujeta a los compromisos que, con respecto a salvaguarda de la competencia, asumía Endesa en la propia solicitud. Parece ser, según la prensa de la época, que la CSEN se opuso en un principio a la operación si bien la aprobó a cambio de los compromisos anteriormente mencionados en materia de libre competencia. La CNMV autorizó la OPA el día 24 de octubre.

3.2.8.- OPA 8: Endesa sobre FECSA

3.2.8.1.- Antecedentes

La OPA de Endesa sobre FECSA corre en paralelo a la ya comentada sobre Sevillana de Electricidad. Ambas se lanzaron al mismo tiempo y en ambas empresas se pretendía alcanzar un 75% de participación.

Endesa controlaba la mayoría del capital de dos de las tres principales empresas eléctricas de Cataluña (Enher e Hidroeléctrica de Cataluña) tras comprar su participación en esta última a Iberdrola a raíz del segundo intercambio de activos. Adicionalmente, mantenía su interés en reforzar su participación en FECSA, en la que era el principal accionista con un 48,98% del capital.

Con anterioridad al lanzamiento de la OPA se había alcanzado un acuerdo con la propia compañía.

Al igual que en el caso de Sevillana, la OPA de FECSA fue revisada por la CSEN, que dio su aprobación tras asumir ambas compañías diversos compromisos para respetar la libre competencia en el sector eléctrico.

3.2.8.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 18 de octubre de 1996.
- Fecha de aprobación por la CNMV: 24 de octubre de 1996.
- Fecha de anuncio de resultado: 29 de noviembre de 1996.

3.2.8.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 6,61 euros por cada acción de FECSA.
- Objeto: El 26,02% del capital social, para llegar al 75%, una vez que Endesa ya era propietaria del 48,98% del mismo.

3.2.8.4.- Resultado de la OPA

El resultado de la OPA fue positivo, alcanzando Endesa el 75% del capital social de FECSA.

3.2.9.- OPA 9: Texas Utilities *sobre Hidroeléctrica del Cantábrico*

3.2.9.1.- Antecedentes

Texas Utilities Europe[441], filial británica de la eléctrica de Estados Unidos, *Texas Utilities*, entró en el capital de Hidroeléctrica del Cantábrico en 1998, adquiriendo un 5,00% del capital (al que habría que añadir una opción de compra ("*warrant*") sobre un 1,629% adicional. Socios en algunos negocios en México, *Texas Utilities* entró en el consejo de la empresa española y ambas crearon también una "*joint venture*", *Synergia Trading*, para la intermediación de energía en España tras iniciarse el proceso liberalizador.

Con posterioridad a dicha OPA, si bien antes de que ésta fuese aprobada por la CNMV, Unión Fenosa lanzó el 27 de marzo una OPA sobre el 100% de Hidroeléctrica del Cantábrico tras alcanzar el 24 de marzo un acuerdo con accionistas significativos de la misma que eran propietarios de acciones representativas del 24,06% del capital[442] por el que éstos se comprometían a vender a Unión Fenosa sus acciones.

Ante esta situación, poco tiempo después, el 28 de marzo, *Texas Utilities*, mediante Hecho Relevante publicado en la CNMV, comunicaba que había

[441] La entidad que lanzó la OPA sobre Hidroeléctrica del Cantábrico fue *TXU Europe* (España), S.L.

[442] Los accionistas eran La Caixa (11,75%); Grupo Masaveu (5,29%); Carceller (3,65%); y Banco Sabadell (3,37%).

«acordado retirar la oferta pública de adquisición de las acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A., toda vez que ésta no ha sido hasta la fecha autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores».[443]

3.2.9.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 13 de marzo de 2000

- Fecha de aprobación por la CNMV: No llegó a ser autorizada por la CNMV ya que fue retirada con anterioridad.

- Fecha de anuncio de resultado: Retirada el 28 de marzo de 2000.

3.2.9.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 21.25 euros por cada acción de Hidroeléctrica del Cantábrico.

- Objeto: El objeto de la oferta era la adquisición del 94,99% del capital, al ser *Texas Utilities* propietaria de un 5,00% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico.

  La oferta estaba condicionada a la adquisición de un 51% del capital social. Adicionalmente, se hacía constar que la operación tenía dimensión comunitaria y estaba sujeta a la autorización de la Comisión Europea. La oferta estaba además condicionada a «determinadas condiciones específicas que se detallan en el folleto explicativo, cuya finalidad es garantizar que tras la adquisición de,

[443] Hecho Relevante publicado por *TXU Europe* (España), S.L. en la CNMV con fecha 28 de marzo de 2000.

> al menos el 51% de Hidrocantábrico, el Oferente podrá ejercer el derecho de voto correspondiente a dicha participación, así como revocar una emisión de obligaciones convertibles con *warrants* cuya efectividad se ha condicionado precisamente a la presentación de una OPA sobre Hidrocantábrico»[444].

3.2.9.4.- Resultado de la OPA

La OPA fue retirada tras el anuncio por parte de Unión Eléctrica Fenosa de que había llegado a un acuerdo con los principales accionistas de Hidroeléctrica del Cantábrico para que vendiesen sus acciones a la primera en su OPA anunciada con fecha 27 de marzo de 2000.

3.2.9.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- OPA condicionada. Un tema fundamental con importante influencia posterior en esta OPA fue el de las condiciones. A pesar de que la opinión de la doctrina era favorable a las OPAs sujetas a condición, lo cierto es que esta OPA enfrentó a la CNMV con un caso paradigmático que fue resuelto de forma muy restrictiva por el organismo regulador.

Ante los relevantes blindajes con los que contaba el equipo directivo de Hidroeléctrica del Cantábrico, *TXU Europe* (España), S.L. (filial de *Texas Utilities Europe*) presentó una oferta sometida a condiciones relacionadas con la eliminación por la Junta General de ciertas cláusulas de blindaje, incluyendo la limitación estatutaria al número de votos que un mismo accionista podía emitir[445].

---

[444] Hecho Relevante publicado por *TXU Europe* (España), S.L. en la CNMV con fecha 13 de marzo de 2000.

[445] En concreto la oferta contenía «determinadas condiciones específicas que se detallan en el folleto explicativo, cuya finalidad es garantizar que tras la adquisición de, al menos el 51% de Hidrocantábrico, el Oferente podrá ejercer el derecho de voto correspondiente a dicha participación, así como revocar una emisión de obligaciones convertibles con

Dicha oferta condicionada no llegó a ser aprobada por la CNMV, que no se pronunció formalmente sobre el tema, ya que TXU desistió de su oferta poco tiempo después tras presentar Unión Fenosa la oferta competidora que posteriormente analizaremos a un precio superior a la de *Texas Utilities*.

- Desistimiento. Un tema menor pero que merece la pena mencionar fue el desistimiento de *Texas Utilities* de su oferta, con fecha de 28 de marzo del año 2000, tras la presentación de la oferta de Unión Fenosa que posteriormente analizaremos. En cualquier caso es interesante el hecho de que la OPA ni siquiera había sido aún autorizada por la CNMV. Con base en el artículo 36 del Real Decreto 1197/1991 en la versión en ese momento vigente, «el anuncio de una oferta competidora autorizará a los oferentes de las precedentes a desistir de ellas, debiendo anunciarlo por los medios establecidos en el artículo 18». Dicho artículo fue modificado a raíz de la reforma llevada a cabo en el año 2003 en materia de OPAs competidoras, quedando redactado del siguiente modo: «El inicio del plazo de aceptación de una oferta competidora permitirá a los oferentes de las precedentes a desistir de ellas, y deberán comunicarlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y anunciarlo por los medios establecidos en el artículo 18, todo ello con carácter inmediato desde que se adopte la decisión y, en todo caso, antes de los últimos siete días del plazo de aceptación que resulte aplicable, según lo dispuesto en el artículo 33.d y en el artículo 35».

---

warrants cuya efectividad se ha condicionado precisamente a la presentación de una OPA sobre Hidrocantábrico», según el Hecho Relevante publicado por *TXU Europe* (España), S.L. en la CNMV con fecha 13 de marzo de 2000. Explica además, GARCÍA DE ENTERRÍA (2000), que la oferta de TXU estaba condicionada a que «durante el plazo de aceptación de la misma la Junta General de Accionistas de Hidrocantábrico adoptase tres acuerdos distintos: supresión de la previsión estatutaria que limitaba al 10% del capital el número máximo de votos a emitir por cualquier accionista; eliminación también de la cláusula de los estatutos que vinculaba el nombramiento como administrador o como presidente del consejo de administración al cumplimiento de determinados requisitos de antigüedad en tanto que accionista o consejero, respectivamente; y revocación por la Junta de un acuerdo de emisión de obligaciones convertibles en acciones y warrants adoptado en 1992, que se encontraba condicionado en cuanto a su efectividad al lanzamiento de una OPA sobre la sociedad y al éxito de la misma [...]. De igual forma, y aunque no se formulase exactamente como condición, la sociedad oferente se reservó el derecho de desistir de la oferta en el supuesto de que durante el periodo de aceptación las autoridades de la Unión Europea [...] denegasen la autorización de la operación, no se pronunciasen sobre la misma, iniciasen una fase de investigación o impusiesen condiciones que impidiesen alcanzar el resultado perseguido con la OPA». Sobre el caso de *Texas Utilities* puede verse también ZURITA (2002).

3.2.10.- OPA 10: Unión Eléctrica Fenosa sobre Hidroeléctrica del Cantábrico

3.2.10.1.- Antecedentes

Tras la OPA lanzada por *Texas Utilities* sobre Hidroeléctrica del Cantábrico pero no autorizada por la CNMV, Unión Fenosa decidió lanzar una oferta competidora de la primera a un precio superior (24 euros frente a los 21,25 euros ofrecidos por la compañía norteamericana) en casi un 13%.

La oferta de Unión Fenosa, al contrario que la de *Texas Utilities*, contó con el respaldo de los principales accionistas, que representaban el 24,06% del capital.

3.2.10.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 27 de marzo de 2000.
- Fecha de aprobación por la CNMV: 18 de abril de 2000.
- Fecha de anuncio de resultado: Unión Eléctrica Fenosa desistió de la oferta con fecha 29 de mayo de 2000.

3.2.10.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: La contraprestación es de 24 euros por cada acción de Hidroeléctrica del Cantábrico.

Sin embargo, adicionalmente Unión Fenosa ofrece como alternativa la permuta parcial de acciones, entregando una acción de Unión Fenosa por cada acción de Hidroeléctrica del Cantábrico, si bien esta opción se limita a un máximo de una tercera parte de las acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico.

- Objeto: El 100% de las acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico.

  El número de acciones al que estaba inicialmente condicionada la oferta era el 80%, si bien, en el supuesto de que la Junta General de Accionistas de Hidroeléctrica del Cantábrico hubiera aprobado con anterioridad al final del período de aceptación de la oferta la eliminación de determinadas restricciones que dificultaban la toma de control por un nuevo accionista[446], la condición sería reducida del 80% al 51%.

3.2.10.4.- Resultado de la OPA

Unión Fenosa desistió de la oferta tras declarar el Consejo de Ministros del día 26 de mayo de 2000 que la operación de concentración consistente en la adquisición de Hidroeléctrica del Cantábrico era improcedente. Dicha decisión del gobierno seguía a la decisión del Tribunal de Defensa de la Competencia, que en su dictamen no vinculante de 17 de mayo que declaraba que la operación de integración de ambas compañías era improcedente al existir un claro riesgo de que se produjese un serio deterioro de la competencia efectiva en el sector.

3.2.10.5.- Principales elementos jurídicos identificados

[446] Básicamente la Junta General de Accionista debía aprobar: (1) la eliminación de las restricciones estatutarias sobre limitaciones de derecho de voto (10%); (2) la eliminación del requisito de antigüedad para ser consejero o presidente; y (3) la revocación de la emisión de obligaciones convertibles con *warrants* acordada por la Junta General de Accionistas de mayo de 1992.

- OPAs y Defensa de la Competencia. La conexión legal entre el control de concentraciones y OPAs aparecía regulada en el antiguo artículo 37 del Real Decreto 1197/1991. Básicamente, se establecía un modelo por el cual el oferente debía notificar la operación a las autoridades de Defensa de la Competencia –de forma voluntaria hasta el año 1999 y obligatoriamente a partir de dicha fecha[447]–. A pesar de ello, la revisión de la operación por las autoridades de Defensa de la Competencia no alteraba en nada el proceso seguido por la OPA. Si antes de finalizar el periodo de aceptación el gobierno se oponía a la operación, el oferente era obligado a desistir, pero en el caso de no haber pronunciamiento alguno, el oferente podía desistir de su oferta.

Como explica ZURITA (2002), «estando vigente este régimen se produce una OPA, en la primavera de 2000, de Unión Fenosa competidora de la de TXU sobre Hidrocantábrico, y TXU desiste de la suya. La única que permanece vigente es la de Unión Fenosa que, al parecer, va recibiendo un volumen considerable de aceptaciones, pero antes de que concluya el plazo de aceptación el gobierno se opone a la operación y Unión Fenosa tiene que desistir. A los pocos días el gobierno, por medio del Real Decreto-ley 6/2000, de 26 de julio, altera de nuevo el régimen de control de las concentraciones […]»[448]. Es decir, lo acontecido en este caso en materia de interacción entre OPAs y Defensa de la Competencia tuvo una influencia decisiva en la posterior reforma de la misma mediante el Real Decreto-ley 6/2000, de 23 de junio, de medidas urgentes de intensificación de la competencia en mercados de bienes y servicios, que vino a exigir la notificación obligatoria y no permitía, en principio, llevar a cabo la operación sin que hubiese

[447] El cambio se produjo mediante el Real Decreto-ley 6/1999, de 16 de abril, de medidas urgentes de liberalización e incremento de la competencia.

[448] En este mismo sentido se pronuncia FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006) al considerar que «la modificación normativa de julio de 2000 viene de nuevo condicionada por factores episódicos, esta vez anudados al régimen de control de concentraciones y al nuevo sistema de notificación obligatoria y previa. Su introducción era por otro lado la respuesta a la OPA formulada en la primavera de ese mismo año por Unión Fenosa, competidora de *Texas Utilities* sobre Hidrocantábrico».

previamente recaído resolución –expresa o tácita– por parte de las autoridades de Defensa de la Competencia o, en su caso, el propio gobierno.

Es interesante por último subrayar el hecho de que, como bien menciona MARTÍN (2007)[449] al respecto de la reforma de 2003 sobre las OPAs condicionadas, «el Real Decreto olvidó o no quiso incluir en el catálogo la condición de la autorización de la operación por los órganos de Defensa de la Competencia comunitarios. Se perpetuaba así un absurdo histórico: si una OPA tenía dimensión española, el opante podía condicionar la OPA a la luz verde de Madrid. Con dimensión comunitaria el opante se la jugaba». Y a este respecto es relevante subrayar, tal y como vimos al analizar la OPA inicial de *Texas Utilities*, que una de las condiciones a las que la empresa norteamericana condicionó su OPA –sin autorización por parte de la CNMV– había sido la autorización de las autoridades europeas de Defensa de la Competencia.

- OPA condicionada. Como ya hemos visto al tratar la oferta de *Texas Utilities* por Hidroeléctrica del Cantábrico, la oferta sujeta a condiciones anunciada por la empresa norteamericana no llegó a ser autorizada por la CNMV. La oferta posterior lanzada por Unión Fenosa también estaba condicionada, si bien de forma indirecta, ya que se articulaba la condición mediante la ya regulada posibilidad de condicionar la oferta a un mínimo de aceptaciones. En este sentido, la oferta de Unión Eléctrica Fenosa estaba inicialmente condicionada a la adquisición de, al menos, el 80% del capital social, si bien, en el supuesto de que la Junta General de Accionistas de Hidroeléctrica del Cantábrico hubiera aprobado con anterioridad al final del período de aceptación de la oferta la eliminación de determinadas restricciones que dificultaban la toma de control por un nuevo accionista[450], la condición sería reducida del 80% al 51%. Ésta condición «indirecta» fue aceptada

[449] MARTÍN, T. (2007). "*OPAs bajo condición en el nuevo régimen*". IE Law School. Madrid: Cátedra José María Cervelló.

[450] Básicamente la Junta General de Accionista debía aprobar: (1) la eliminación de las restricciones estatutarias sobre limitaciones de derecho de voto (10%); (2) la eliminación del requisito de antigüedad para ser consejero o presidente; y (3) la revocación de la emisión de obligaciones convertibles con *warrants* acordada por la Junta General de Accionistas de mayo de 1992.

por la CNMV,[451] al realizarse a través del establecimiento de un número de aceptaciones mínimo, que era expresamente permitido por la normativa en vigor.

A raíz de la polémica sobre OPAs condicionadas surgida en la práctica tras las OPAs de *Texas Utilities* y de Unión Fenosa sobre Hidrocantábrico, la reforma del Real Decreto 1197/1991 en abril de 2003 llevó a cabo una importante alteración en esta figura. Hasta ese momento las únicas condiciones posibles eran la aceptación por un mínimo de accionistas o la aprobación por las autoridades de la competencia[452]. La nueva regulación aprobada en 2003 permitía «someter la eficacia de las ofertas públicas de adquisición a condiciones cuyo cumplimiento implica la adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada», en la nueva redacción dada al artículo 21. Es decir, se permiten condiciones adicionales, si bien las condiciones están básicamente relacionadas con los mecanismos para luchar con los blindajes de las sociedades afectadas por una OPA.

[451] Con respecto al tema de OPAs condicionadas, es preciso también incluir en la casuística previa la OPA lanzada en el año 1987 por el Banco de Bilbao sobre el Banco Español de Crédito, mencionada por GARCÍA DE ENTERRÍA (2000). Dicha OPA estaba sujeta también a condición -en este caso, la adopción de un aumento de capital por la Junta de accionistas de la sociedad oferente-, e igualmente denegada. En cualquier caso parece a todas luces evidentes que el impacto de esta operación -datada en 1987, es decir, antes incluso que el Real Decreto 1197/1991- fue nulo en la reforma del año 2003. Sobre esta operación puede consultarse VALUPUESTA, E. (1988). "Consideraciones sobre la OPA que ofrece como contraprestación acciones a emitir: ¿supone una condición potestativa?". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*31), pp. 597-618.

[452] Sobre la discusión teórica de si era posible una OPA condicionada es interesante la argumentación de SÁNCHEZ CALERO (2009) que critica la visión de la CNMV hasta la reforma del 2003 al considerar, por un lado que era una confusión entre los conceptos de irrevocabilidad y sometimiento a condición y, en segundo lugar, cómo la CNMV parecía aplicar la norma de Derecho Administrativo de que «se entiende por prohibido todo aquello que no esté permitido», a pesar de que este principio se debe aplicar a la administración, no al administrado. Sobre este tema destacan, entre otros junto al mencionado FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2006), GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2000). "¿Cabe formular una OPA bajo condición?". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (4), pp. 1566-1577; que defiende también su admisibilidad a pesar del criterio contrario en la práctica de la CNMV e incluye un interesante análisis de Derecho Comparado; o VALPUESTA, E. (1994). "Irrevocabilidad, modificación y cese de efectos de la OPA". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*56), pp. 871-924.

3.2.11.- OPA 11: Ferroatlántica sobre Hidroeléctrica del Cantábrico

3.2.11.1.- Antecedentes

Tras el veto impuesto por el gobierno a la compra de Hidroeléctrica del Cantábrico por parte de Unión Fenosa, el consejo de la primera se comprometió a buscar una nueva oferta por la compañía que valorase la empresa en al menos los 24 euros por acción ofrecidos en su momento por la eléctrica gallega, mandatando para ellos a dos bancos de inversión.

Es importante subrayar que la Junta General de Accionistas de Hidroeléctrica del Cantábrico celebrada el 22 de mayo de 2000 había aprobado la eliminación de las restricciones estatutarias que dificultaban el cambio de control de la compañía «bajo la condición suspensiva de que las acciones de la compañía estén siendo objeto de una oferta pública de adquisición que tenga por objeto la adquisición del 100 por 100 de las mismas a un precio igual o superior a 24 euros por acción y de que dicha oferta u otra competidora tenga resultado positivo»[453].

Texas Utilities, a pesar de las indicaciones dadas cuando desistió de su OPA inicial, confirmó en julio de 2000 que no tenía «intención de formular una OPA sobre Hidroeléctrica del Cantábrico» tras el fracaso de Unión Fenosa, si bien compró bloques de acciones de accionistas significativos y llegó a alcanzar el 19,2% del capital social[454]. *Electrabel*, por su parte compró parte de las acciones puestas a la venta y se hizo con el 10% del capital social[455]. Ésta compra, y los acuerdos entre *Electrabel* y *Texas Utilities* hechos públicos a requerimiento de la

[453] Hecho Relevante publicado por Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A. en la CNMV con fecha 25 de abril de 2000.

[454] Hecho Relevante publicado por *TXU Europe* Group Plc. en la CNMV con fecha 3 de julio de 2000.

[455] *Texas Utilities* tenía un derecho de adquisición preferente sobre un 4,9% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico adquirido por *Electrabel*, mientras que *Electrabel* disfrutaba de una opción de venta ("*put option*") condicional sobre el 10% del capital adquirido, según el Hecho Relevante publicado por *Texas Europe Group, Plc*. en la CNMV con fecha 7 de julio de 2000.

CNMV, fueron investigados por la CNMV al poder existir concertación entre ambas entidades, superando en ese caso el límite establecido por el Real Decreto 1197/1991.

El propio Consejo de Administración de Hidrocantábrico, a la luz de la compra de acciones por *Electrabel* y *Texas Utilities* decidió adoptar medidas contra ambos accionistas que se materializaron en apoyar las investigaciones iniciadas por la CNMV, cesar como miembro del comité permanente al representante de *Texas Utilities* en el mismo e impulsar el procedimiento arbitral contra la compañía norteamericana.

En este escenario fue anunciada una OPA que ni por precio ni por porcentaje de acciones objeto de la misma parecía estar llamada a tener éxito en su formato inicial. La OPA, lanzada por Ferroatlántica, tenía además el respaldo de la empresa eléctrica alemana *Energie Baden-Württemberg AG*, que estaba negociando con Ferroatlántica la posibilidad de hacerse con el 50% del capital de ésta si se tenía éxito en su OPA sobre Hidroeléctrica del Cantábrico.

3.2.11.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 29 de septiembre de 2000.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 17 de enero de 2001.

- Fecha de anuncio de resultado: La oferta fue mejorada con posterioridad, por lo que el resultado es tratado al analizar la oferta mejorada.

3.2.11.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 19 euros por cada acción de Hidroeléctrica del Cantábrico.

- Objeto: La OPA inicial fue lanzada por sólo el 25% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico.

  Adicionalmente, la OPA estaba condicionada a la adquisición de un mínimo del 20% del capital social.

  Sin embargo, la OPA establecía la posibilidad de ser extendida al 100% del capital y a un precio superior[456].

3.2.11.4.- Resultado de la OPA

La oferta fue mejorada con posterioridad, por lo que el resultado es tratado al analizar la oferta mejorada.

[456] Literalmente, el folleto de la OPA, en su punto IV.3 establecía «El Presidente de Ferroatlántica, conforme a lo indicado en el Hecho Relevante de fecha 29 de septiembre de 2000, comunicó al Presidente del Consejo de Administración de Hidroeléctrica del Cantábrico, que: "sin que ello suponga renuncia o limitación del derecho que nos otorga la Ley a poder decidir mejoras de las condiciones de la OPA hasta los últimos siete días hábiles de su vigencia te confirmamos nuestra disposición, si el Consejo de Administración y los principales accionistas de Hidrocantábrico así lo desean, a negociar de buena fe un compromiso legalmente vinculante de extender la OPA a la totalidad de las acciones de Hidrocantábrico y aumentar su precio a un importe que resulte satisfactorio para todas las partes. En este sentido, tanto nosotros como los señores de EnBW, somos conscientes de que el Consejo y los referidos accionistas significativos desearían alcanzar de nuevo el precio de 24 Euros por acción que convinieron en el seno de la OPA del pasado mes de junio. El compromiso que en su caso asumiríamos de llevar a cabo dicha mejora de las condiciones de la OPA deberá quedar sujeto al recíproco compromiso de los principales accionistas de Hidrocantábrico de aceptar la OPA, a la recomendación favorable del Consejo de Administración en el informe que preceptivamente debe emitir en el seno de la OPA, al levantamiento por la Junta General de Hidrocantábrico de las restricciones estatutarias actualmente vigentes que limitan los derechos políticos y el acceso al Consejo de Administración y su Presidencia, y, por último, a la no ocurrencia de circunstancias de fuerza mayor o una alteración excepcional de los mercados de valores"».

3.2.11.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Concertación en la adquisición de acciones. En primer lugar, y con respecto a los problemas jurídicos planteados por esta OPA, resulta interesante el comentario que hace ZURITA (2002) de la misma, al analizar el caso de concertación en la adquisición de acciones sin concertación en el voto. En dicho comentario se pone como ejemplo la adquisición de forma concertada por *Texas Utilities* y *Electrabel* del 20% de Hidroeléctrica del Cantábrico puesto a la venta por La Caixa y Banco Sabadell. Al ser el paquete de ésta superior al que podría comprar *Texas Utilities* sin lanzar una OPA, sólo una parte fue comprada por la eléctrica americana, comprando el restante 10% la belga *Electrabel*. Ambas empresas, adicionalmente, firmaron un acuerdo por el cual cada uno ejercitaría los derechos de voto correspondientes a su participación de forma completamente independiente. La duda que surgió en el momento era hasta qué punto esta situación quedaba incluida dentro del supuesto de concertación que obligaba a una OPA según la normativa anteriormente vista. Si bien el proceso posterior de OPAs competidoras puso fin a cualquier polémica, ZURITA (2002) claramente se inclinaba a considerar que no era un supuesto de los anteriormente mencionados ya que «la concertación relevante a estos efectos sería aquella que obliga a las partes concertadas a adoptar una política común duradera en la gestión de la sociedad de que se trate, mediante un ejercicio coordinado de los derechos de voto de que dispongan las partes concertadas».

También relacionado con el tema de la concertación es relevante señalar que la oferta de Ferroatlántica incluía, como parte concertada con ella, a la empresa germana EnBW, que estaba en el momento de publicarse el folleto negociando con los dueños de Ferroatlántica la posibilidad de adquirir un 50% en dicha sociedad.

- Suspensión de derechos políticos. Otro tema relacionado con el anterior es el de la suspensión de derechos políticos por infracción de la obligación de promover

una OPA obligatoria. Dicha sanción estaba prevista en el artículo 40.1 del Real Decreto 1197/1991, que establecía que:

> **Artículo 40: Suspensión de derechos políticos**
>
> 1. Sin perjuicio de la aplicación de las sanciones a que se refiere el artículo precedente, quien adquiera acciones de una sociedad cuyo capital social esté admitido a negociación en una Bolsa de Valores y alcance o supere los porcentajes establecidos en el artículo 1 sin haber promovido previamente una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de las acciones así adquiridas o que adquiera en lo sucesivo sin promover la correspondiente oferta pública de adquisición. Igual limitación afectará a quienes adquieran valores o instrumentos que directa o indirectamente puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de acciones, una vez que efectivamente se haya producido la suscripción o adquisición de éstas, y a quienes hayan entrado en el disfrute de los derechos políticos en caso de usufructo o prenda de acciones.
>
> A estos efectos, se considerarán como derechos políticos derivados de las acciones los siguientes: el derecho de asistir y votar en las Juntas generales; el derecho de información; el derecho de suscripción preferente; el derecho a formar parte de los órganos de administración de la sociedad; el derecho a impugnar los acuerdos sociales, salvo que estos sean contrarios a la Ley, y, en general, todos aquellos que no tengan un contenido exclusivamente económico.

Tras el anuncio por parte de *Texas Utilities* y *Electrabel* de la compra de varios paquetes de acciones de forma concertada, de forma que la segunda adquiría un 10% −y había opciones de compra y venta cruzadas entre los dos accionistas−, una vez que *Texas Utilities* no podía comprar el paquete entero puesto a la venta básicamente por dos accionistas, La Caixa y Banco Sabadell, la CNMV anunció la investigación al respecto con el objeto de determinar si existía concierto de ambas entidades. Esta situación levantó un interesante problema jurídico sobre el funcionamiento de la suspensión de los derechos políticos establecida en el mencionado artículo 40.

Dicha polémica doctrinal es posible encontrarla en autores como DEL CAÑO (2008, 2009a)[457], FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (1994b)[458], GARCÍA DE ENTERRÍA (2000a)[459] y FLORES (2003a)[460], en el caso de esta última a la luz de los Autos de la Sala de lo contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional de 3 de enero y 7 de marzo del año 2001, respectivamente.

La polémica consistía en la consideración de dicha sanción como civil, *ope legis*, desde el momento en el que se entra en el supuesto de incumplimiento, no siendo por tanto una declaración o constatación por parte de la CNMV sobre el hecho de que un accionista estuviese incurso en la situación que da lugar a la sanción y, por tanto, correspondiendo por tanto a la propia empresa aplicarla[461]. O si, por el contrario, la sanción era meramente administrativa, *ex lege*, en cuyo caso era necesaria una declaración de la CNMV previa a la adopción de cualquier medida por parte de la sociedad afectada.

El problema jurídico que se planteó en el caso Hidrocantábrico fue que la CNMV no suspendió los derechos de *Electrabel* y *Texas Utilities* sino que publicó una nota de prensa en la que se incoaba un expediente sancionador «a los efectos de la suspensión de los derechos políticos que determina el artículo 40 del Real Decreto de OPAs», lo que parecía venir a defender la tesis de que no era una

[457] DEL CAÑO, J. (2008). "Suspensión de derechos políticos en la normativa de OPAs". *Revista de Derecho de Sociedades* (30), 195-228; y DEL CAÑO, J. (2009a). "Artículo 27. Suspensión de derechos políticos". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 558-612). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

[458] FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (1994b). "Suspensión de los derechos políticos de las acciones adquiridas sin promover una OPA". Revista de Derecho de Sociedades (3), pp. 256-259.

[459] GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2000a). "La suspensión de derechos políticos por infracción del régimen de OPAs". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (8), pp. 1510-1518.

[460] FLORES, M. S. (2003a). "Infracción del deber de promover una oferta pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*84), pp. 249-260.

[461] En este sentido opina GARCÍA DE ENTERRÍA (2000a), basando en parte su argumentación en el tenor literal del artículo al afirmar que «quien adquiera [...] no podrá ejercer los derechos políticos», lo que parece dirigirse al infractor y a la sociedad afectada, no a la CNMV. Es importante subrayar como el artículo 6 del Código Civil establece la nulidad de pleno derecho de los actos contrarios a las normas imperativas y a las prohibiciones, si bien establece la posibilidad de que la propia norma infringida prevea efectos diferentes, lo que sería aplicable en este caso, en el que no se determina la nulidad del acto sino sólo la suspensión de los derechos políticos de los valores de la sociedad en cuestión.

sanción de Derecho Privado sino administrativa, si bien también cabían interpretaciones en sentido contrario[462].

Esta polémica derivó en un litigio en los tribunales que desembocó en dos pronunciamientos en forma de Auto por parte de la Audiencia Nacional con fecha 3 de enero y 7 de marzo, respectivamente, que fueron analizados en detalle por FLORES (2003). Dichos pronunciamientos se posicionaban a favor de la necesidad de que la suspensión de los derechos políticos derivasen de un acto expreso de la CNMV tras la resolución del correspondiente sancionador «por exigirlo así una medida de consecuencias tan fundamentales para un accionista».

Es también importante subrayar, a los efectos de esta tesis, que la polémica por esta materia en la batalla por el control de Hidrocantábrico no era enteramente novedosa, ya que una situación similar se había dado con anterioridad tras la adquisición por parte de un accionista de un 57,7% del capital de La Seda de Barcelona sin el lanzamiento de la OPA preceptiva, tal y como puede verse, entre otros en ESCRIBANO (2010). Dicho caso resultó en una Resolución de la Dirección de los Registros y el Notariado (28 de diciembre de 1992) que era el único pronunciamiento oficial con el que se contaba hasta los autos del año 2001 publicados por la Audiencia Nacional a raíz del caso Hidrocantábrico. Dicha Resolución, al contrario que los posteriores autos, consideró que no era necesaria una declaración previa de la CNMV para que un registrador considerase que los acuerdos aprobados con el voto favorable de un accionista con una participación adquirida en incumplimiento de la obligación de lanzar una OPA, no eran registrables por incumplimiento de la obligación anteriormente mencionada.

[462] En general las interpretaciones en este sentido han venido justificando que si bien es una sanción de Derecho Privado que opera *ope legis*, esto es así en los casos evidentes de incumplimiento. No siendo el cumplimiento evidente, como en el caso que nos ocupa, sería necesaria algún tipo de actuación por parte de la CNMV -incluso a instancia de terceros- que pudiese finalmente desembocar en la sanción de la suspensión de derechos. En este sentido ver TAPIA, A. J., ALONSO, C. y RODRÍGUEZ, I. (2010). "OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 161-326). Barcelona: Bosch.

En cualquier caso, a pesar de la polémica suscitada en ambos casos –y que en el caso de Hidrocantábrico no tuvo continuidad debido al conjunto de OPAs y el cambio de control que aconteció inmediatamente después de la polémica sobre la suspensión de las acciones–, la nueva normativa publicada en el año 2007 mantuvo el esquema del Real Decreto 1197/1991, si bien adaptada al nuevo modelo de OPA *a posteriori*, continuando en cierto modo a día de hoy la polémica sobre la suspensión de los derechos políticos.

- Contraprestación por debajo del precio de mercado. Un tema que también fue analizado por ZURITA (2002) fue el problema planteado por una oferta como la de Ferroatlántica, que era por un precio inferior al de mercado, tanto en el momento inmediatamente anterior al anuncio de la oferta como a la media del último trimestre. El problema planteado por el autor era hasta qué punto el objetivo de dicha oferta no era «la pretensión de adquirir la condición de oferente inicial ante un probable y posible proceso de ofertas competidoras». Como ya vimos en su momento, el Real Decreto 1197/1991 daba al primer oferente una importante ventaja competitiva con respecto a potenciales ofertas competidoras. Sólo el oferente inicial tenía la capacidad de mejorar su oferta mientras que los que realizaban ofertas competidoras no podían revisar la contraprestación ofrecida. Considera el propio autor, de forma un tanto radical, que «con los datos contenidos en el folleto explicativo de dicha oferta no vemos razones que justifiquen su autorización», basándose para ello en la doctrina del fraude de ley y la de simulación en los negocios jurídicos.

- Prohibición de comprar acciones durante la vigencia de la OPA. El artículo 23 del Real Decreto 1197/1991 impedía comprar acciones durante la tramitación de una OPA sólo en el caso de contraprestaciones en valores o en metálico y valores, estableciendo que en caso de contraprestación exclusivamente en dinero en el caso de comprar a un precio superior al de la contraprestación ofrecida, dicha adquisición determinaría automáticamente la elevación del precio ofrecido hasta

el más alto de los satisfechos. A pesar de ello la CNMV impuso *de facto* una limitación a este respecto, obligando a cualquier oferente a incluir en los sucesivos borradores del folleto un compromiso de no adquisición de acciones. ZURITA (2002) analiza cómo la CNMV vino a exigir dicho compromiso tanto en el folleto de Ferroatlántica que establece que «ni Ferroatlántica ni EnBW podrán adquirir, por sí o por persona interpuesta, desde la fecha de presentación de la oferta y hasta la publicación del resultado de la misma, acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico, fuera del procedimiento de oferta pública previsto en este folleto»; como en el de Adygesinval, que veremos posteriormente, en el que se establecía que «la sociedad oferente se compromete a no adquirir ni por sí misma ni por persona interpuesta, acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico desde la fecha de presentación de la oferta hasta la publicación del resultado de la misma». Destaca también el autor el hecho de que los folletos hagan referencia a otras personas que actúen en concierto con el oferente, cuando el propio artículo 23 del Real Decreto 1197/1991 sólo hacía referencia a las adquisiciones directas.

- OPAs sujetas a condición. Ya vimos en su momento la negativa de la CNMV a aceptar la oferta de la norteamericana *Texas Utilities* debido a las condiciones a las que dicha oferta estaba sujeta, así como la forma en la que Unión Fenosa abordó dicha cuestión –anunciando que reduciría el límite de aceptación del 80% al 51% si la Junta General de Hidroeléctrica del Cantábrico eliminaba los blindajes–, de forma que fue autorizada por la CNMV.

La OPA de Ferroatlántica, tal y como vimos con anterioridad, abordó esta cuestión también de forma indirecta, si bien de forma algo distinta a lo que Unión Fenosa había hecho apenas unos meses antes. Ferroatlántica básicamente lanzó una OPA por sólo el 20% de Hidroeléctrica del Cantábrico y a un precio de tan sólo 19 euros, si bien anunció que en el caso de levantarse los blindajes –junto a otras condiciones menos relevantes para este análisis– mejoraría tanto el precio como el número de acciones al que se dirigía la oferta inicial. Dicha estrategia fue también permitida por la CNMV.

- Defensa de la Competencia europea. La oferta inicial, por ser sólo sobre un 25% de la compañía no fue notificada a las autoridades de Defensa de la Competencia ni comunitarias ni españolas.

- «Ley Rato». Tras la publicación a través de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, de una disposición –Disposición Adicional Vigésima Séptima– que permitía al Ejecutivo limitar al 3% los derechos políticos de compañías extranjeras con capital público que tomaran participaciones relevantes en empresas energéticas españolas, Ferroatlántica consideró que su oferta no quedaba sujeta a dicha normativa con base en la estructura inicial de la misma. En este sentido, el propio folleto afirmaba que «en los términos que resultarían de las bases de su negociación actual, no determinará para dicho grupo alemán una participación mayoritaria ni el control, de ninguna forma, de esta última sociedad, ni por ello toma de control directo o indirecto de Hidroeléctrica del Cantábrico […]. En consecuencia, en opinión exclusiva de la propia sociedad oferente, que no ha sido confirmada ni por la Secretaría de Estado de Economía, de Energía y de la Pequeña y Mediana Empresa, ni a ningún otro nivel, no se produciría la prohibición del ejercicio de los derechos políticos […]».

En cualquier caso, es relevante señalar que, tal y como veremos con posterioridad, finalmente Ferroatlántica aumentó el objeto de la oferta al 100% del capital social, por lo que la operación acabó siendo analizada por el gobierno español a la luz de la mencionada normativa.

3.2.12.- OPA 12: Adygesinval sobre Hidroeléctrica del Cantábrico (oferta competidora)

3.2.12.1.- Antecedentes

Poco tiempo después de ser aprobada por la CNMV la oferta de Ferroatlántica, fue anunciada una OPA competidora lanzada por Adygesinval, un vehículo creado por la eléctrica portuguesa *Electricidade de Portugal* y la Caja de Ahorros de Asturias al 50% cada una, estando prevista la posterior incorporación de Caja de Seguros Reunidos, Compañía de Seguros y Reaseguros. Cajastur contaba en ese momento con un 10,01% y CASER con un 4,97% que iban a ser mantenidas por ambas entidades. Adicionalmente, los oferentes habían llegado a un acuerdo con *Texas Utilities* por el que ésta se comprometía de manera irrevocable a aceptar la oferta de Adygesinval.

Dicha oferta competidora parecía no ser la única que se estaba preparando sobre Hidroeléctrica del Cantábrico ya que apenas tres días antes, el 22 de enero de 2001, la empresa germana *RWE AG* comunicaba que estaba «realizando en la actualidad un análisis previo de una eventual toma de participación en el capital social de la referida sociedad»[463]. Y con posterioridad, el 23 de enero de 2001, *Electrabel* comunicaba a la CNMV que no había llegado a acuerdo alguno con Cajastur para presentar una OPA y que estaba en ese momento «analizando la situación creada tras la oferta de Ferroatlántica»[464].

[463] Hecho Relevante publicado por RWE en la CNMV con fecha 22 de enero de 2001. Éste Hecho Relevante vino seguido de uno posterior, con fecha 29 de enero de 2001, tras el lanzamiento de la oferta promovida por EDP y Cajastur, en el que RWE confirmaba que continuaba «analizando seriamente una posible adquisición de acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico».

[464] Hecho Relevante publicado por *Electrabel* en la CNMV con fecha 23 de enero de 2001.

3.2.12.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 25 de enero de 2001.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 6 de febrero de 2001.

- Fecha de anuncio de resultado: 11 de abril de 2001.

3.2.12.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 24 euros por cada acción de Hidroeléctrica del Cantábrico.

- Objeto: La oferta era por el 85,02% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico, una vez que Cajastur y CASER controlaban en total el 14,98% de la empresa.

  La oferta no estaba limitada a un mínimo de aceptación.

3.2.12.4.- Resultado de la OPA

La oferta fue aceptada por el 22,59% de los valores a los que se dirigía (85,02%), por lo que el capital finalmente adquirido por Adygesinval fue del 19,20%, es decir básicamente la posición de *Texas Utilities*, que se había comprometido a vender sus acciones a Adygesinval.

3.2.12.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Defensa de la Competencia a nivel europeo. Ya vimos como a raíz de lo sucedido en la OPA de Unión Fenosa sobre Hidroeléctrica del Cantábrico en el año 2000, la legislación en materia de OPAs fue alterada de forma indirecta, mediante el Real Decreto-ley 6/2000, de 23 de junio, de medidas urgentes de intensificación de la competencia en mercados de bienes y servicios de manera que no se permitía llevar a cabo una operación sin que hubiese previamente recaído resolución –expresa o tácita– por parte de las autoridades de Defensa de la Competencia o, en su caso, el propio gobierno. Adicionalmente veíamos como esa situación no era igual en el caso de operaciones que pudiesen quedar al abrigo de las autoridades de Defensa de la Competencia europeas y no nacionales, siendo por lo tanto mayor el riesgo asumido por oferentes extranjeros que nacionales.

Es bajo este régimen asimétrico –los oferentes nacionales pueden condicionar su oferta a la decisión de las autoridades de Defensa de la Competencia mientras que esa situación no es permitida en el caso de ofertas que impliquen operaciones de dimensión comunitaria– que aparece la oferta de la lusa EDP y Cajastur sobre Hidroeléctrica del Cantábrico.

Dicha oferta, tal y como se establecía en el propio folleto, constituía una operación de concentración de dimensión comunitaria. Con base en esa situación la oferta podría llevarse a cabo incluso sin resolución expresa de las autoridades europeas, si bien, con base en lo establecido en la normativa comunitaria en vigor «siempre y cuando el comprador no ejerza los derechos de voto inherentes a las participaciones en cuestión o sólo los ejerza para salvaguardar el pleno valor de su inversión y sobre la base de una dispensa concedida por la Comisión con arreglo a lo dispuesto […]».

- «Ley Rato». Tras la publicación a través de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, de una disposición –Disposición Adicional Vigésima Séptima– que permitía al Ejecutivo limitar al 3% los derechos políticos de compañías extranjeras con capital público que tomaran participaciones relevantes en empresas energéticas españolas, la oferta de Adygesinval se vio afectada por dicha normativa.

El propio folleto de la OPA consideraba que «a estos efectos, se hace constar que si bien el Gobierno portugués ostenta en EDP la participación accionarial y los derechos previstos en el apartado I.3.2 anterior, la estructura accionarial de EDP está mayoritariamente compuesta por inversores privados que alcanzan cerca del 70% de su capital, por lo que, entre otras razones, expuestas en el escrito referido en el párrafo siguiente, a juicio de la Sociedad Oferente no es aplicable dicha suspensión de derechos políticos a la adquisición indirecta por parte de EDP […] de acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico. No obstante, mediante escrito de 1 de febrero de 2001 […] la Sociedad Oferente y EDP han informado a la Secretaría de Estado de Economía, de la Energía y de la Pequeña y Mediana Empresa sobre la presentación de esta Oferta ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores y sobre la no aplicabilidad (en opinión de la Sociedad Oferente) de la citada Disposición Adicional. En la fecha de este folleto no se ha recibido respuesta a dicho escrito».

El gobierno español autorizó con fecha 12 de octubre de 2001 –es decir, con posterioridad a la liquidación de la oferta– la compra por parte de Adygesinval del 19,20% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico. Dicha autorización, quedó sujeta a condiciones básicamente encaminadas a lograr la creación del denominado Mercado Ibérico de Electricidad.

3.2.13.- OPA 13: RWE sobre Hidroeléctrica del Cantábrico (oferta competidora)

3.2.13.1.- Antecedentes

Con la oferta inicial de Ferroatlántica aprobada por la CNMV el 17 de enero y la competidora de Adygesinval presentada el 25 de enero (y aprobada el mismo 6 de febrero), el día 6 de febrero a las 10:10 de la mañana Ferroatlántica anunciaba mediante Hecho Relevante en la CNMV la modificación de su oferta, siendo los principales cambios los siguientes:

- La contraprestación inicial de 19 euros por cada acción de Hidroeléctrica del Cantábrico era elevada a 25,80 euros por acción, lo que representaba una mejora del 7,50% sobre el precio ofrecido por EDP y Cajastur;

- La oferta se extendía al 100% de las acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico, frente al 20% al que estaba limitada la oferta inicial;

- Sin embargo, la oferta quedaba condicionada a la aceptación de los accionistas de Hidroeléctrica del Cantábrico que fuesen titulares de al menos el 60% del capital social.

- Adicionalmente, se anunciaba que se había llegado finalmente a un acuerdo para la posible compra por parte de la empresa alemana EnBW de un 50% de Ferroatlántica. Dicha posibilidad ya aparecía contemplada en el folleto inicial.

RWE finalmente anunciaba el lanzamiento de una OPA competidora el mismo día 6 de febrero (día en el que vencía el plazo legal de 15 días para

presentar ofertas competidoras a la OPA inicial de Ferroatlántica). El anuncio en la CNMV se publicaba a las 15:16 horas de la tarde.

La oferta se presentaba con un precio de 26 euros por acción, por el 100% de la compañía y sin límite mínimo de aceptación, al contrario que la oferta mejorada de Ferroatlántica anunciada unas horas antes.

La oferta de RWE era más de un 5% superior a la de Adygesinval, sin embargo no lo era con respecto a la oferta mejorada de Ferroatlántica anunciada unas horas antes. Esto colocaba un problema jurídico que hasta ese momento no se había planteado. En cualquier caso, el problema no fue tal ya que la CNMV hizo un requerimiento a Ferroatlántica para que su oferta se extendiese al 100% del capital de Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A. Ante esta situación, Ferroatlántica comunicó que no podía eliminar dicha condición de aceptación mínima y que retiró la mejora anunciada el 6 de febrero.

La oferta de RWE contaba con el compromiso de accionistas que representaban en torno al 10% del capital de Hidroeléctrica del Cantábrico de aceptar la oferta de RWE, revocable en el caso de que la CNMV aprobase «una oferta competidora a la misma por un precio superior en, al menos, un 5%, que se dirija a la adquisición del 100% del capital social de Hidrocantábrico sin sujeción a un mínimo de aceptación»[465]. Adicionalmente contaba con el apoyo de la sociedad de capital riesgo española Inversiones Ibersuizas, S.A.

La integración de RWE e Hidroeléctrica del Cantábrico, al ser de ámbito comunitario, fue comunicada a la Comisión Europea con fecha 16 de febrero de

[465] Hecho Relevante publicado por RWE España, S.L. en la CNMV con fecha 6 de febrero de 2001.

2001, y ésta decidió con fecha 19 de marzo de 2001 no oponerse a la operación notificada[466].

3.2.13.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 6 de febrero de 2001.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 7 de marzo de 2001.

- Fecha de anuncio de resultado: Con fecha 5 de abril de 2001 RWE desistió de su oferta.

3.2.13.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 26 euros por cada acción de Hidroeléctrica del Cantábrico.

- Objeto: El 100% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico.

La OPA no estaba sujeta a ningún límite mínimo.

3.2.13.4.- Resultado de la OPA

Negativo al desistir RWE de su oferta tras la presentación por parte de Ferroatlántica de una OPA mejorada.

[466] Hecho Relevante publicado por RWE España, S.L. en la CNMV con fecha 20 de marzo de 2001.

3.2.13.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Mejora de la oferta. Un aspecto jurídico importante en esta OPA y que tuvo influencia en la regulación posterior es el relativo a la mejora de la oferta. Como ya hemos visto, el día 6 de febrero Ferroatlántica presentaba una mejora de su oferta anterior mientras que RWE, horas después presentaba una oferta competidora. Esta situación creaba un problema jurídico interesante, una vez que la oferta de RWE era un 5% superior en precio a la precedente lanzada por Adygesinval pero inferior –y por lo tanto no aceptable por la CNMV– al nuevo precio mejorado anunciado por Ferroatlántica. La oferta de Ferroatlántica, si bien era más de un 5% superior a la precedente de Adygesinval (25,80 euros frente a 24 euros por acción), mantenía la condición de su oferta inicial de que era necesario un mínimo de aceptación del 60% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico. La CNMV, ante esta situación, hizo un requerimiento a Ferroatlántica en el que se les comunicaba que «la mejora por Ferroatlántica, S.L. de las condiciones de la oferta […] requería, no sólo la elevación del precio de su oferta en un 5% al menos respecto del precio ofrecido por la competidora, sino que su oferta se extendiese al 100% del capital de Hidroeléctrica del Cantábrico, S.A. y ofreciese la posibilidad de transmisión de todas las acciones a las que se dirige eliminando la condición a la que se sometía su efectividad»[467]. Ante este requerimiento, Ferroatlántica comunicó que no podía eliminar dicha condición de aceptación mínima y que retiraba la modificación anunciada el 6 de febrero.

Pero, precisamente a raíz de la situación anterior, hubo una reforma regulatoria. El artículo 33 del Real Decreto 1197/1991 fue alterado en el año 2003, estableciéndose en su último párrafo que «en ningún caso se considerará que se produce una mejora cuando la efectividad de la oferta quede condicionada a su aceptación por un número mayor de valores que la última precedente». Ésta redacción venía claramente motivada por lo acontecido en la batalla por el control

[467] Hecho Relevante publicado por la Dirección General de Mercados Primarios de la CNMV con fecha 12 de febrero de 2001.

de Hidroeléctrica del Cantábrico y por el parecer mostrado en su día por la propia CNMV.

- Defensa de la Competencia. A este respecto sólo mencionar que tal y como sucedía con la oferta de Adygesinval, la oferta de RWE fue considerada una operación de concentración de dimensión comunitaria, por lo que fue analizada por la Comisión Europea, que decidió, con fecha 19 de marzo de 2001 no oponerse a la misma.

3.2.14.- OPA 14: Ferroatlántica sobre Hidroeléctrica del Cantábrico (oferta inicial mejorada)

3.2.14.1.- Antecedentes

Tras haber renunciado a la mejora anunciada el 6 de febrero, una vez que no aceptó la indicación de la CNMV de que debía retirar el límite mínimo de aceptación, el 31 de marzo de 2001 Ferroatlántica volvió a presentar una oferta mejorada. Debido al régimen de OPAs competidoras vigente en ese momento, la opción de mejorar su oferta sólo cabía en el caso de la oferta inicial, por lo que tanto la oferta de Adygesinval como la de RWE, al ser ofertas competidoras, no tenían esta posibilidad.

Tras esta mejora, RWE desistió de su oferta, si bien Adygesinval prefirió mantener la suya a pesar del menor precio ofrecido. Mientras que los compromisos con los que contaba la oferta de RWE eran revocables si aparecía una oferta mejor, los compromisos obtenidos por Adygesinval eran mucho más firmes, asegurándose en cualquier caso la aceptación de su oferta por parte de *Texas Utilities*.

3.2.14.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio de la mejora: 31 de marzo de 2001.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 3 de abril de 2001.

- Fecha de anuncio de resultado: 11 de abril de 2001.

3.2.14.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 27,30 euros por cada acción de Hidroeléctrica del Cantábrico.

- Objeto: 100% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico.

  Tras la mejora de la oferta, se eliminaron las condiciones de la oferta inicial.

3.2.14.4.- Resultado de la OPA

Finalmente la OPA tuvo resultado positivo, siendo aceptada por accionistas que representaban el 59,66% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico.

Tras la finalización de esta batalla por el control de la empresa, la estructura accionista de la misma quedó de la forma siguiente:

- Ferroatlántica pasó a controlar el dicho 59,66% de la empresa.

- Adygesinval (EDP y Cajastur) en torno a un 34,2% (el 14,97% que era controlado por Cajastur y CASER más el 19,2% que había sido comprado directamente por Adygesinval a *Texas Utilities*).

3.2.14.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Cambio de la estructura del oferente en el caso de una oferta inicial. Un tema que fue planteado por ZURITA (2002) es hasta qué punto podía seguir teniendo la consideración de «oferta inicial», con las ventajas que por ello le eran inherentes, una oferta en la que para poder hacer frente a una mejora se producía un cambio radical en la esencia del oferente, tanto por cambios en su «estructura accionarial» como en su «estructura patrimonial». El análisis de Zurita es sin embargo parcial ya que, por motivos puramente temporales, sólo llegó a analizar la negativa de la CNMV a autorizar la mejora ofrecida por Ferroatlántica con fecha 6 de febrero (y que hemos analizado en este capítulo dentro de la denominada OPA 13, de RWE sobre Hidroeléctrica del Cantábrico). Como vimos en páginas anteriores, dicha mejora no fue permitida por la CNMV, si bien ello se debió no al mencionado cambio en la estructura patrimonial e incluso accionarial del oferente sino al hecho de que la mejora estaba condicionada a la aceptación por un 60% del capital de Hidroeléctrica del Cantábrico.

Sin embargo, la segunda mejora llevada a cabo por Ferroatlántica, y en este caso autorizada por la CNMV, no llegó a ser analizada en el artículo de Zurita. Esta segunda mejora sí que fue aceptada por la CNMV, por lo que la pregunta planteada por Zurita parecía tener una respuesta positiva[468].

[468] Si bien, como señalaba el propio autor, lo cierto es que el folleto inicial presentado por Ferroatlántica ya informaba de la posible entrada en escena de la empresa alemana EnBW.

- «Ley Rato». Si bien, como vimos anteriormente, Ferroatlántica consideró que la Disposición Adicional Vigésima Séptima de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social, no le era aplicable debido al hecho de ser una OPA para adquirir una participación minoritaria, lo cierto es que la posterior extensión de la oferta al 100% del capital social hizo que fuese finalmente analizada por el gobierno.

En este sentido el Consejo de Ministros autorizó con fecha 12 de octubre de 2001 (el mismo día que se autorizó la compra por parte de Adygesinval del 19,20%) la adquisición por parte de Ferroatlántica (debido a la entrada en el consorcio de la alemana EnBW, en la que tenían participación los *länder* alemanes y en la que a su vez la francesa EDF era un accionista relevante) de un 59,66% de Hidroeléctrica del Cantábrico. Al igual que en el caso de Adygesinval, dicha autorización estaba condicionada a la mejora de las interconexiones eléctricas entre Francia y España. Dichas condiciones eran básicamente el reflejo de los compromisos asumidos por EDF / EnBW, con el apoyo explícito del gobierno francés, para lograr la autorización de la operación por parte de la Comisión Europea.

- Ventaja competitiva del primer oferente y sobres cerrados. Con base en la normativa sobre ofertas competidoras vigente en ese momento, el primer oferente disponía de una ventaja competitiva evidente. Según la redacción entonces vigente del artículo 36 del Real Decreto 1197/1991, «solamente el oferente inicial, si no retira su oferta, podrá modificar sus condiciones […]». Fue esta norma la que una vez que Adygesinval y RWE presentaron sus ofertas competidoras frente a la inicial de Ferroatlántica, les impidió mejorarlas posteriormente aunque tal hubiese sido su deseo, mientras que Ferroatlántica tuvo la posibilidad de mejorar la suya inicial sin limitación alguna.

Lo sucedido en esta materia en la batalla por el control de Hidroeléctrico del Cantábrico fue lo que llevó a su reforma posterior, ya en el año 2003. Para

evitar esta asimetría entre oferentes, la nueva redacción del artículo 36 estableció que «una vez iniciado el plazo de aceptación de la última oferta competidora posible o transcurrido el plazo para su presentación, cualquiera de los oferentes, si no retira su oferta, podrá modificar sus condiciones»[469].

Adicionalmente, y en línea con la filosofía establecida en términos de plazos de evitar encadenamientos de contraofertas que dilatasen el proceso de OPAs, se estableció que en los casos en que se diese más de una oferta con posibilidad de mejora, se establecería un procedimiento de sobres cerrados, mediante el cual cualquier mejora debería ser presentada «ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores el quinto día hábil a efectos bursátiles en sobre cerrado»[470].

[469] Sobre los beneficios económicos de la «regla del mercado» (el sistema anterior a la reforma) frente a la «regla de la subasta» (el sobre cerrado implementado por la reforma de 2003) destaca el trabajo de SÁEZ LACAVE, M. (2003). "Una aproximación al derecho de las OPAs competidoras: (A propósito de una reforma reciente)". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*92), pp. 7-47. La autora defiende que el modelo anterior a la reforma era preferible ya que - por analogía en parte con los motivos para proteger las patentes, como método de defender los esfuerzos del investigador-, la regulación de OPAs, en cuanto que dicha regulación tiene la «función de vigilar la actuación de los administradores» (siguiendo a MANNE, H. (1965). "Mergers and market for corporate control". *Journal of Political Economy* (73), 110-120 y a EASTERBROOK, F. y FISCHEL, D. (1981). "The proper role of a target's management in responding to a tender offer". *Harvard Law Review , 94* (6), pp. 1161-1204), debería proteger a aquellos "*raiders*" o vigilantes, en terminología de la propia autora, que «inviertan en información sobre potenciales sociedades-*target*» con el objetivo de maximizar «la prima existente entre el valor de las acciones bajo una dirección eficaz y el valor actual en bolsa». La autora considera, además, que los problemas asociados a la «regla de la subasta» no son tales en el caso de un sistema de OPA obligatoria *a posteriori*, ya que en este caso, el pionero, al haber adquirido previamente una participación en el mercado cuenta con una ventaja sustancial frente al resto de sus potenciales competidores. En la misma línea, si bien su crítica es previa a la reforma de 2003 es posible ver, entre otros a SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992). "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 3-40). Bilbao: Editorial Deusto; o ARRUÑADA, B. (1992). "Crítica a la regulación de OPAs". *Revista de Derecho Mercantil* (203-204), pp. 29-67. En sentido contrario cabe mencionar, por ejemplo a FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2006). "Cambios de control y obligación de OPA". En RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "*Derecho de sociedades anónimas cotizadas*" (Vol. 2, pp. 1343-1380). Madrid: Aranzadi .

[470] Un estudio empírico sobre las OPAs interesante y que entra en detalle en los diversos tipos de ofertas o subastan que pueden darse (inglesa o ascendente, en sobre cerrado al segundo precio, en sobre cerrado al primer precio, u holandesa) puede encontrarse en APARICIO, C. (2007). "*Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*". Monografía nº 20, CNMV, Madrid. Es interesante que entre las conclusiones de dicho estudio considera el autor que en materia de ofertas competidoras «es necesario utilizar subastas al primer precio que, aunque no aseguran la eficiencia del resultado, hacen más probables que surjan competidores».

3.2.15.- OPA 15: Hidroeléctrica del Cantábrico sobre Hidroeléctrica del Cantábrico (oferta de exclusión)

3.2.15.1.- Antecedentes

En el momento de lanzar su oferta inicial por un 25% del capital social, Ferroatlántica manifestó su intención de mantener a Hidroeléctrica del Cantábrico cotizada en el mercado bursátil. Adygesinval había también manifestado su intención de mantenerla cotizada en bolsa, si bien no excluía proceder a su exclusión y posterior fusión con la empresa oferente.

Como ya hemos visto, tras la finalización del proceso de OPAs sobre Hidroeléctrica del Cantábrico el capital de la empresa quedó en manos de los dos grupos de accionistas que habían mantenido sus OPAs: Ferroatlántica y EnBW por un lado y EDP, Cajastur y CASER, por otro.

Tras la finalización del proceso de OPAs los accionistas entablaron negociaciones, llegando a un acuerdo final el 4 de diciembre de 2001, si bien el mismo quedaba sometido a la condición suspensiva de la aprobación del mismo por parte de la Comisión Europea. El acuerdo incluía la gestión conjunta a través de Adygesinval; y la exclusión de cotización de Hidroeléctrica del Cantábrico. Una vez retirada la compañía de cotización, se preveían unas transacciones por las cuales:

- Adygesinval resultaría propietaria del 95% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico;

- EDP resultaría propietaria de aproximadamente un 40% de Adygesinval;

- EnBW resultaría propietaria de aproximadamente un 35% de Adygesinval;

- Cajastur resultaría propietaria de aproximadamente un 16,7% de Adygesinval;

- y CASER resultaría propietaria de aproximadamente un 8,3% de Adygesinval;

- Ferroatlántica, a su vez, vendería sus acciones a Adygesinval.

La Comisión Europea autorizó con fecha 19 de marzo de 2002 dicho acuerdo de accionistas, tras lo cual se lanzó la oferta pública de adquisición con el objeto de excluir de negociación en bolsa las acciones de Hidroeléctrica del Cantábrico.

3.2.15.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 22 de abril de 2002.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 14 de mayo de 2002.

- Fecha de anuncio de resultado: 19 de junio de 2002.

3.2.15.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 27,30 euros por cada acción de Hidroeléctrica del Cantábrico.

- Objeto: La OPA se dirigía sobre el 3,65% del capital social, una vez que los accionistas mayoritarios controlaban ya el 96,35% de la compañía.

3.2.15.4.- Resultado de la OPA

La OPA fue aceptada por el 73,86% de las acciones objeto de la oferta, es decir, por el 2,70% del capital social de Hidroeléctrica del Cantábrico.

La empresa fue excluida de cotización en Bolsa con efectos del 26 de junio de 2002.

3.2.15.5.- Principales elementos jurídicos identificados

Es interesante subrayar cómo en el periodo estudiado éste es el único ejemplo de OPA de exclusión en el sector eléctrico.

- "*Squeeze-out*". Un tema con el que la OPA de exclusión está íntimamente ligado, tal y como ya hemos visto, es el del "*squeeze-out*", u operaciones societarias promovidas por el accionista de control con el objeto, no ya de excluir a la sociedad de cotización, sino de excluir a los socios minoritarios, es decir, de obligarles a vender sus acciones al socio mayoritario o a la propia sociedad.

Dicha figura legal, a pesar de ser aceptada por la doctrina, no tuvo un encaje legal pacífico en la normativa española hasta la reforma de la de la Ley del Mercado de Valores en el año 2007[471]. A pesar de ello hubo casos, entre los que

[471] Puede consultarse en PAZ-ARES, J. C. (2003). "Aproximación al estudio de los "squeeze-outs" en el Derecho español". *Revista de derecho bancario y bursátil,* (91), pp. 7-38.

resulta paradigmático el caso de Hidrocantábrico, que fue excluida de cotización en el año 2002 –en la OPA descrita con anterioridad– y cuyas acciones en manos de minoritarios fueron amortizadas posteriormente, ya en el año 2006 a un precio muy atractivo. El mecanismo empleado para tal fin era la reducción de capital con amortización no paritaria de acciones en aplicación del procedimiento previsto en el artículo 164 de la Ley de Sociedades Anónimas[472], figura que suscitaba ciertas dudas desde el punto de visto jurídico que escapan al objeto de este trabajo.

3.2.16.- OPA 16: Gas Natural sobre Iberdrola

3.2.16.1.- Antecedentes

Tras el intento fallido en el año 2000 de fusionar Endesa e Iberdrola y la batalla en los años 2000-2002 por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico, en el año 2003 la compaña gasista española Gas Natural anunciaba el lanzamiento de una OPA sobre Iberdrola. Gas Natural, empresa esencialmente gasista, estaba poco a poco entrando en el negocio eléctrico ante el peso que el gas natural estaba tomando como combustible esencial en la generación eléctrica a través de la tecnología de ciclos combinados.

3.2.16.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 10 de marzo de 2003.

- Fecha de aprobación por la CNMV: La OPA no llegó a ser aprobada por la CNMV ante el veto impuesto por la Comisión

[472] Dicho mecanismo fue denominado como «*squeeze-out* a la española» por HOEDL, C. y PAZ, J. (2007). "La nueva regulación del squeeze-out en España: oportunidades para los P2Ps". Revista Española de Capital Riesgo (2), pp. 27-46.

Nacional de la Energía a la integración de ambas compañías y el consiguiente desistimiento de Gas Natural de su oferta sobre el capital social de Iberdrola.

- Fecha de anuncio de resultado: Gas Natural desistió de su oferta el 5 de mayo de 2003 como consecuencia del veto a la operación de concentración por parte de la Comisión Nacional de la Energía publicado el 30 de abril de 2003.

3.2.16.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 29 acciones nuevas de Gas Natural y 340 euros por cada 50 acciones de Iberdrola.

  La OPA estaba sujeta a la condición de alcanzar un mínimo del 75% del capital social de Iberdrola, si bien este límite mínimo se reduciría al 50,01% en el caso de que la Junta General de Accionistas de Iberdrola aceptase la eliminación de la limitación estatutaria al número máximo de votos que podía emitir un solo accionista.

- Objeto: La OPA se dirigía al 100% del capital social de Iberdrola.

3.2.16.4.- Resultado de la OPA

El 30 de abril de 2003 la CNE comunicaba oficialmente[473] que su Consejo de Administración había decidido «denegar la autorización solicitada por

[473] Hecho Relevante publicado por la Comisión Nacional de Energía. en la CNMV con fecha 30 de abril de 2003.

Gas Natural SDG, S.A. para realizar la operación consistente en la toma de participación en el capital social de Iberdrola, S.A.»

Con base en dicha decisión de la CNE, Gas Natural anunciaba el 5 de mayo de 2003 su decisión de desistir de la OPA sobre Iberdrola.

3.2.16.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Deber de pasividad. La oferta lanzada por Gas Natural sobre Iberdrola fue considerada como hostil por Iberdrola desde un primer momento. Ya el día 11 de marzo, es decir, el día siguiente al anuncio de la oferta, Iberdrola publicó un Hecho Relevante con una primera valoración por parte de su Consejo de Administración[474], en la que se atacaban aspectos críticos de la oferta como, por ejemplo, los términos económicos de la misma y el insuficiente estudio «de aspectos tan importantes como los regulatorios». Con posterioridad, ya el 8 de abril, Iberdrola reiteraba su visión negativa y en una nota de prensa reiteraba que «no negociará con Gas Natural sobre su oferta hostil».

En cualquier caso, el hecho de que la oferta de Gas Natural fuese finalmente vetada por la Comisión Nacional de Energía impidió que hubiese un mayor desarrollo de este importante asunto, al contrario de lo que sucedería unos años más tarde en el caso de la oferta lanzada por Gas Natural para adquirir Endesa.

- Veto por parte de entidades reguladoras independientes. Como ya hemos visto, el Consejo de Administración de Gas Natural solicitó con fecha 5 de mayo de

[474] Es importante subrayar que dicha «valoración inicial», tal y como fue denominada en el propio Hecho Relevante era independiente del informe preceptivo que el propio consejo debía emitir con base en el artículo 23.3 del Real Decreto 1197/1991. Iberdrola justificó dicha valoración «en atención al interés general, de los accionistas, de los consumidores y del mercado […]».

2003 autorización a la CNMV para desistir de su oferta al amparo de lo dispuesto en la letra d) del artículo 24.1 del Real Decreto 1997/1991, que establecía que:

> El oferente únicamente podrá desistir de la oferta en los siguientes supuestos […]:
>
> d) Cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse, siempre que se obtenga previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Es decir, el desistimiento para los casos de organismos reguladores independientes no se hace como en el caso de veto por las autoridades de Defensa de la Competencia –para lo cual se invocaría el apartado c) del mismo artículo 24.1 del Real Decreto 1197/1991–, sino que el veto de la CNE se cataloga como «circunstancia excepcional ajena a la voluntad del oferente».

Este tema fue tratado por PLASENCIA (2010)[475], que hace notar como incluso en la normativa posterior «la ausencia de autorizaciones sectoriales no suele traducirse en una resolución denegatoria de la CNMV, sino en el desistimiento de la oferta formulada». Ejemplifica precisamente el autor esta afirmación poniendo como ejemplo la OPA de Gas Natural sobre Iberdrola.

A pesar de ello, sí que es posible diferenciar cambios entre la situación en el Real Decreto 1197/1991 y en el Real Decreto 1066/2007. Siguiendo de nuevo a PLASENCIA (2010) es posible ver como «durante la vigencia del Real Decreto 1197/1991, se defendiese que, en cada supuesto de adquisición del capital de una sociedad cotizada cuya normativa sectorial aplicable exigiese una autorización administrativa, habría que estar a las consecuencias jurídicas previstas en aquella para los casos de adquisición sin haber obtenido la autorización, de tal manera que si dichas consecuencias no afectaban a la

[475] PLASENCIA, F. (2010). "Iniciación y admisión a trámite del procedimiento de OPAs: La autorización de la CNMV". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "Derecho de OPAs" (pp. 373-400). Valencia: Tirant lo blanch.

viabilidad de la compra, bastaría con que se hubiera solicitado la autorización –aunque no se hubiera obtenido– y se informase en el folleto del efecto de su denegación. Sin embargo, el artículo 26 del Real Decreto 1066/2007 no parece haber acogido esta distinción. Terminantemente afirma que «la Comisión Nacional del Mercado de Valores no autorizará la oferta hasta que no se le acredite la obtención de la correspondiente autorización, no oposición, o simple notificación, salvo que hayan transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo», con lo que parece establecer un régimen único que, de forma indiferenciada, anuda a la falta de una autorización sectorial el efecto de impedir que se autorice la OPA».

Un tema que simplemente mencionaremos por quedar fuera del ámbito de esta oferta es el de las funciones de control de la CNE en esta materia. Con ello nos referimos básicamente la denominada función 14, centrada en al análisis de los riesgos significativos o efectos negativos que una operación de concentración pudiese tener sobre las actividades reguladas. Fue llamativo en su momento el cambio de criterio que la CNE tuvo en el caso de Gas Natural con respecto a los criterios que meses antes había definido para autorizar la finalmente fallida fusión de Endesa e Iberdrola.

3.2.17.- OPA 17: ACS sobre Unión Eléctrica Fenosa

3.2.17.1.- Antecedentes

Tras intensos rumores sobre una potencial venta por parte de Banco Santander Central Hispano, S.A. de su relevante participación en Unión Fenosa que llevaron incluso al propio banco y a algún inversor como *CVC Capital Partners* a tener que desmentir dichos rumores ante la CNMV como Hecho Relevante, el 23 de septiembre de 2005 ACS anunciaba que había llegado a un

acuerdo para adquirir el 22,073% del capital social de Unión Fenosa por un precio de 33 euros por acción.

Posteriormente, ya en noviembre de 2003, y tras haber comprado en bolsa acciones que hicieron que su participación alcanzase el 24,51% de Unión Fenosa, ACS presentaba una oferta pública de adquisición para adquirir un 10% adicional que le permitiría llegar al 34,51%.

El 27 de diciembre de 2005 ACS comunicaba a la CNMV que «el Sr. Vicepresidente Segundo del Gobierno y Ministro de Economía y Hacienda ha dictado resolución en la que se dispone la remisión del expediente al Tribunal de Defensa de la Competencia, por lo que debe entenderse que la Administración no se opone a la operación notificada»[476].

3.2.17.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 23 de noviembre de 2005.
- Fecha de aprobación por la CNMV: 23 de enero de 2006.
- Fecha de anuncio de resultado: 2 de marzo de 2006.

3.2.17.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 33 euros por cada acción de Unión Eléctrica Fenosa.

[476] Hecho Relevante publicado por ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A.. en la CNMV con fecha 27 de diciembre de 2005.

- Objeto: La OPA se dirigía al 10% del capital social de Unión Eléctrica Fenosa. La oferta no se dirigía al 24,51% del capital de la misma empresa que ya estaba en manos de ACS.

3.2.17.4.- Resultado de la OPA

El resultado de la OPA fue positivo, siendo necesario efectuar un prorrateo al superar las aceptaciones el 10% del capital social de Unión Fenosa.

3.2.17.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Control en materia de OPAs y en materia de Defensa de la Competencia. Un tema relevante que se puso claramente de manifiesto en la OPA de ACS sobre Unión Fenosa es la diferencia entre el concepto de control en materia de OPAs, que no implicaba que hubiese necesidad de lanzar una OPA más allá del 10%, y en materia Defensa de la Competencia, según el cual el Servicio de Defensa de la Competencia consideró que debido a la escasa afluencia de accionistas a las juntas generales de accionistas de Unión Fenosa (por lo general por debajo del 60%), el hecho de que, tras la OPA, ACS llegase a controlar un 34.5% del capital social de Unión Fenosa, implicaba que podía ejercer una influencia decisiva sobre la Junta General de Accionistas que le otorgaría el control exclusivo sobre la compañía[477].

- Compras de 6% anuales. Otro aspecto clave en la normativa vigente en ese momento era el hecho de haber superado mediante OPA parcial –en este caso por el 10%– el umbral del 25%. El Real Decreto 1197/1991 establecía en su artículo 1.4 que:

[477] Este tema es tratado con amplio detalle en GUERRA MARTÍN, G. (2006b). "La consideración de una situación de control conforme a la normativa sobre concentraciones económicas como presupuesto de la obligación de formular una OPA". *Revista de Derecho de Sociedades* (26), pp. 381-388.

> Cuando ya se posea una participación en el capital de la sociedad igual o superior al 25%, pero inferior al 50%, y se pretenda incrementar dicha participación en, al menos, un 6% en un período de 12 meses, la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que represente, como mínimo, el 10% del capital de la sociedad afectada.

Con base en ello, ACS, tras el lanzamiento de la OPA que acabamos de analizar fue comprando paquetes adicionales sin sobrepasar en ningún caso el 6% en un periodo de doce meses hasta llegar al 45,5% con el que contaba en el año 2008, momento en el que vendió su participación a Gas Natural.

3.2.18.- OPA 18: Gas Natural sobre Endesa

3.2.18.1.- Antecedentes

Tras el intento fallido en el año 2003 de hacerse con el control de Iberdrola, los rumores sobre el interés de Gas Natural de hacerse un hueco en el mercado eléctrico mediante una adquisición continuaron en los meses siguientes, apuntando todos los medios a la posible adquisición de Endesa[478].

Tras varios meses de rumores, noticias y desmentidos, el 5 de septiembre de 2005 Gas Natural anunciaba el lanzamiento de una oferta pública de adquisición por Endesa.

[478] Ya el diario El País, edición de 28 de mayo de 2004, apuntaba a una fusión de Gas Natural, Endesa y Aguas de Barcelona.

La oferta de Gas Natural fue muy negativamente aceptada por el equipo de gobierno de la compañía eléctrica, que inició una batalla contra la misma que sólo acabó tres años después.

3.2.18.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 5 de septiembre de 2005.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 27 de febrero de 2006.

- Fecha de anuncio de resultado: Gas Natural desistió de su oferta con fecha 1 de febrero de 2007.

3.2.18.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 569 acciones de nueva emisión de Gas Natural más 5.983 euros por cada 1000 acciones de Endesa.

- Objeto: El objeto de la oferta era el 100% del capital social de la empresa.

  El límite mínimo de aceptación al que la oferta estaba condicionada era el 75%.

3.2.18.4.- Resultado de la OPA

Negativo al desistir Gas Natural de su oferta tras la presentación de una oferta competidora por parte del grupo alemán E.ON.

3.2.18.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Deber de pasividad. Un tema que si bien no era novedoso sí que fue relevante por su intensidad en la batalla por el control de Endesa fue la respuesta del Consejo de Administración de la misma ante la oferta lanzada por Gas Natural. Dicha respuesta, que cabe situarla en los más diversos frentes (judicial, mediático, administrativo, etc.), vino a cuestionar la normativa sobre el deber de neutralidad o "*passivity rule*" consagrado en ese momento en el artículo 14 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, si bien, como destacó FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2005)[479], también era importante analizar dicha normativa a la luz de la ya aprobada Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

Las principales medidas adoptadas por el Consejo de Administración de Endesa fueron:

- Judicialización de la oferta, con diversos recursos tanto administrativos como contencioso-administrativos o en los juzgados de lo mercantil;

- Anuncio de pago de dividendos elevados, debido a la intención, anunciada tras el lanzamiento de la OPA de Gas Natural de pagar como dividendos todas las plusvalías obtenidas en la venta del operador de telecomunicaciones Auna, así como las potenciales plusvalías futuras obtenidas por la compañía;

[479] FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2005). "Alcance y significado de la passivity rule tras la aprobación de la Directiva 2004/251/CE". *Revista de Derecho de Sociedades* (25), pp. 305-315.

- Búsqueda de ofertas competidoras frente a la inicial de Gas Natural, lo que se logró en febrero del año 2006 al anunciar la empresa alemana E.ON el lanzamiento de una oferta competidora.

- Campaña publicitaria agresiva cuyo fin más o menos subyacente parecía ser la afirmación de la propia Endesa frente a la oferta lanzada por Gas Natural.

Estando en el año 2005 en vigor el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, no parecía claro ni el poder de los administradores de la sociedad opada para buscar una oferta alternativa, para judicializar el proceso –véase GARCÍA DE ENTERRÍA (1991)[480], en contra, o GARRIDO GARCÍA (2002)[481], a favor– ni la capacidad de adoptar medidas contra la OPA apoyadas por la Junta General de Accionistas. En este sentido tanto FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA (2005) como GARRIDO GARCÍA (2002) se posicionan en el lado de los contrarios mientras que GARCÍA DE ENTERRÍA (2008a)[482] señalaba cómo la doctrina consideraba «de forma prácticamente unánime» la competencia de la Junta General para aprobar cualquiera de las operaciones vetadas a los administradores[483].

Es relevante a este respecto como el presidente de la CNMV, a la sazón D. Manuel Conthe, tras acuerdo del Comité Ejecutivo, envió una carta al

[480] GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1991). "Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva". *Revista de Derecho Mercantil* (201), pp. 423-466.

[481] GARRIDO GARCÍA, J. M. (2002a). "La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 2719-2752). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

[482] GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2008a). "El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA". *Revista de Derecho del Mercado de Valores* (2), pp. 89-136.

[483] Cita GARCÍA DE ENTERRÍA entre los favorables a tal interpretación a DE CARLOS, L. y DE CÁRDENAS, C. (1992). "Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una OPA". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*46), pp. 523-543; DE CÁRDENAS, C. (1993). "Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición". Madrid: Civitas; PÉREZ RENOVALES, J. (2007). "Las ofertas públicas de adquisición de valores". En URÍA, F. (Dir.), "*Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*" (pp. 615-706). Madrid: La Ley-Actualidad; MUÑOZ PÉREZ, A. F. (2007). "Consideraciones sobre el deber de pasividad de los administradores frente a una oferta pública de adquisición". En ROQUE, D. (Dir.), "*El Derecho de Sociedades en un marco supranacional, Unión Europea y Mercosur*". Granada: Editorial Comares.

presidente de Endesa –junto a cartas similares a los presidentes de Gas Natural e Iberdrola– en la que recordaba el deber de pasividad recogido en el artículo 14 del Real Decreto 1197/1991. Es interesante, a pesar del conflicto jurídico en que esta carta derivó, que la propia CNMV reconocía a los administradores de Endesa la facultad de buscar potenciales ofertas competidoras, en línea con la Directiva europea y la doctrina mayoritaria en esos momentos, a pesar de no venir dicha potestad reconocida en la normativa española. Es también interesante para el objeto de esta tesis cómo una de las prácticas citadas en dicha carta[484], a pesar de no venir expresamente prevista en el reglamento, fue objeto de reforma posterior. Nos referimos a la pequeña alteración del artículo 28.1.b) –con respecto al antiguo artículo 14 del Real Decreto 1197/1991– al añadir la apostilla «como incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores».

Con respecto al pago de dividendos «extraordinarios» es importante subrayar varios aspectos. Por un lado, cómo lo sucedido en el caso Endesa fue fundamental a la hora de reformar la regulación, siendo el nuevo artículo 28 deudor de lo acontecido en esta batalla[485], tal y como reconoce, entre otros, GARRIDO GARCÍA (2010). Es interesante también, tal y como señala GARCÍA DE ENTERRÍA (2008a), cómo incluso bajo la anterior normativa, el reparto de dividendos extraordinarios estaba permitido siempre que contasen con autorización de la Junta, aunque fuese a propuesta de los administradores de la empresa, no quedando por ello cuestionado su deber de pasividad. Prueba de ello son el Auto de 13 de febrero de 2006 del Juzgado de lo Mercantil nº1 de Barcelona y el hecho de que la CNMV archivase una denuncia presentada por Gas Natural por el mismo asunto.

[484] Dicha carta afirmaba que a juicio de la CNMV serían contrarias a dicho deber las actuaciones de «directivos o miembros del consejo de Endesa, ya sea efectuadas directamente, o a través de bancos de inversión u otras entidades o personas, que tengan como fin primordial fomentar la compra de acciones de Endesa por inversores contrarios a la OPA».

[485] Y, por ende, el nuevo artículo 33.1.d).

Es también interesante, como señala de nuevo GARCÍA DE ENTERRÍA (2008a) cómo en el proceso por el control de Endesa, la visión favorable a que los actos prohibidos a los administradores quedaban autorizados si eran aprobados en Junta General quedó plenamente validada al no haber apreciado ni los jueces (en el ya mencionado Auto de 13 de febrero de 2006 del Juzgado de lo Mercantil nº1 de Barcelona) ni la CNMV, «irregularidad alguna en el hecho de que la Junta General de Accionistas […] acordara –a propuesta del órgano de administración– repartir un dividendo extraordinario, tanto por su origen (reparto de las plusvalías obtenidas por la venta de una participación en otra empresa) como por su importe (superior al dividendo ordinario de ejercicios anteriores)».

Con respecto a la judicialización del proceso, a pesar del hecho de que parezca claro que siempre que sea con autorización de la Junta General no debería haber limitaciones al respecto, la doctrina continua dividida. FERNÁNDEZ TORRES (2008), se inclina por aceptar la posibilidad de que los gestores puedan interponer recursos sin necesidad de autorización de la Junta General, siempre que dichos recursos tengan por objeto principal «el perseguir el interés social o beneficiar a los accionistas» y no «frustrar o perturbar el desarrollo de la oferta» y pone como ejemplo paradigmático de buena *praxis* el caso de Endesa, «donde la acción cotizaba a 18 euros en el momento en que Gas Natural lanzó su oferta habiéndose finalmente pagado a los accionistas algo más de 40 euros por acción», si bien contra esta visión podría argumentarse que la mejora en la batalla por el control de Endesa no se debió a dichos recursos sino a la aparición de diferentes ofertas competidoras, lo cual no excluye que dichos recursos sirviesen para ganar un tiempo que favoreció la aparición de dichas ofertas competidoras.

Finalmente no es posible dejar de destacar la trascendencia que en lo que respecta al tema de la propaganda tuvo también la OPA de Endesa, tal y como considera FERNÁNDEZ TORRES (2008)[486] al considerar que «en España hemos

[486] FERNÁNDEZ TORRES, I. (2008). "Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*110), pp. 7-47.

asistido a una campaña publicitaria sin precedentes, con un ingente despliegue de medios y recursos. A esa campaña publicitaria se unió una importante campaña de "*marketing*" gracias a la cual se ofrecía importantes descuentos o reducciones en las facturas de gas y electricidad si contrataba con la referida compañía».

Es evidente en cualquier caso la importancia que la batalla por el control de Endesa tuvo a la hora de testar la regulación española en materia del deber de pasividad (o neutralidad) y en la redacción de la normativa posterior en la materia[487].

- Recursos y trámite de admisión. Si bien el tema de los recursos judiciales está relacionado con el deber de pasividad, tal y como hemos visto, es relevante también ver los efectos que puede tener en materia de trámite de admisión e iniciación del proceso administrativo.

Señala PLASENCIA (2010) en su interesante estudio sobre el trámite de admisión en las OPAs cómo el Real Decreto 1066/2007 se separa de lo establecido como norma general en los artículos 68 a 71 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común[488]. En ésta «la iniciación de los procedimientos a instancia del interesado se produce con la presentación de la correspondiente solicitud» y no se «prevé un acto expreso de admisión de esa solicitud, ni tampoco un trámite *ad hoc* dirigido a verificar su pertinencia». A pesar de ello, si tras examinarse la solicitud se estima necesario, la Administración puede abrir un trámite de subsanación o mejora de dicha solicitud, imponiéndosele al interesado la carga de aportar la documentación necesaria o corregir cualquier deficiencia que le hubiese sido comunicada, produciéndose en

[487] Destacamos, por último, entre la doctrina que se ha referido a la importancia de la batalla de Endesa en esta materia a FERNÁNDEZ TORRES (2008), al afirmar que «la utilización de cláusulas de blindaje en las empresas españolas constituye una práctica habitual que se ha planteado en toda su gravedad en España en relación con la pugna por Endesa».

[488] BOE nº 285, de 27 de noviembre de 1992.

caso de no cumplir con ello, la perención del procedimiento. Como explica el autor, «no hay, pues, una inadmisión por no atender el requerimiento subsanatorio sino un archivo de actuaciones provocado por la inactividad de quien promovió su iniciación».

Frente a este modelo, que cabe denominar «general», el Real Decreto 1066/2007 establece un modelo «particular» que a juicio de PLASENCIA (2010) «no alcanza a poseer una total coherencia». Dicho modelo aparece plasmado en los artículos 17 (Presentación de la oferta) y 20 (Documentación complementaria) y viene a establecer dos fases diferenciadas, una primera, de iniciación del procedimiento en la que hay que aportar determinada información[489], y una segunda, prevista en el artículo 17.3, que viene a mezclar el trámite de admisión con el de subsanación.

Este modelo presenta diversas deficiencias, como por ejemplo el hecho de que no quede claro cuándo empieza a computar el plazo de siete días para subsanar, problema que el propio PLASENCIA (2010) atribuye una vez más a lo acontecido en la OPA de Gas Natural sobre Endesa al afirmar que «aspectos oscuros e imperfecciones técnicas parecen tener un origen común enfatizado por el Consejo de Estado: la extraordinaria celeridad con la que se elaboró el Real Decreto y el hecho de que su regulación parezca tratar de dar solución a problemas concretos y específicos suscitados durante la tramitación de OPAs pasadas», añadiendo posteriormente que «en la OPA de Gas Natural sobre Endesa, la sociedad afectada impugnó dos actuaciones de la CNMV íntimamente conectadas con la iniciación del procedimiento autorizatorio: (i) la suspensión de la negociación de las acciones subsiguiente a la solicitud de autorización de la OPA; y, (ii) la carta-recordatorio del deber de abstención de los administradores –también ligada a dicha solicitud– dirigida a Endesa por el presidente de la CNMV. El hecho de que se recurrieran unas actuaciones administrativas tan irrelevantes

[489] Básicamente el acuerdo o decisión de promover la oferta, el folleto y la documentación complementaria prevista en el artículo 20 del Real Decreto.

tenía, a nuestro modo de ver, una explicación bastante más sencilla de lo que en principio puede pensarse. Lo que se pretendía era combatir la iniciación del procedimiento autorizatorio. Sin embargo, en la medida en que se trataba de un procedimiento iniciado a instancia de los particulares, no existía propiamente un acto de iniciación, ya que, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 68 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común, ésta se producía automáticamente por la solicitud de la sociedad oferente. Con la impugnación de dichas actuaciones se pretendía suplir esta ausencia, alcanzando el mismo efecto que si se hubiera impugnado y solicitado la suspensión del acto iniciador del procedimiento. No obstante, la Audiencia Nacional sostuvo que sí existía un acto autónomo de iniciación del procedimiento de OPAs –que no llegó a identificar– en sus autos de 9 de diciembre de 2005 y 10 de febrero de 2006, dictados en el recurso 460/2005».

- Prácticas colusorias. Otro aspecto que fue relevante en la batalla por el control de Endesa es el de la posible concertación entre Gas Natural e Iberdrola, si bien apenar lo mencionaremos por no afectar directamente al objeto de este trabajo.

El mismo día que Gas Natural anunciaba su oferta por Endesa, se anunciaba el acuerdo al que se había llegado con Iberdrola para la futura venta de activos tras la adquisición de Endesa. El acuerdo, que implicaba la compraventa de activos por un valor estimado de entre siete y nueve mil millones de euros, se enmarcaba dentro del plan de desinversión de activos que Gas Natural tenía previsto presentar a las autoridades españolas. Consideraban ambas empresas además que dicha operación «acelerará el proceso de reordenación y de liberalización del sector energético español e incrementará la competencia efectiva, con el consiguiente beneficio para los consumidores. Asimismo, favorecerá la competitividad de ambas compañías en los mercados internacionales, que tienden ya hacia la convergencia y globalización de los

mercados de gas y electricidad, tal y como demuestran algunas operaciones en curso en Europa»[490]

Endesa criticó dicho acuerdo considerando que dicha venta de activos debilitaba notablemente a la empresa resultante a favor de un competidor, Iberdrola y que no maximizaba el valor al excluirse un proceso de venta competitiva de los activos. Adicionalmente, Endesa impugnó en los tribunales dicho acuerdo con base en el artículo 81 del Tratado de la Unión Europea:

Artículo 81

1. Serán incompatibles con el mercado común y quedarán prohibidos todos los acuerdos entre empresas, las decisiones de asociaciones de empresas y las prácticas concertadas que puedan afectar al comercio entre los Estados miembros y que tengan por objeto o efecto impedir, restringir o falsear el juego de la competencia dentro del mercado común y, en particular, los que consistan en:

a) fijar directa o indirectamente los precios de compra o de venta u otras condiciones de transacción;

b) limitar o controlar la producción, el mercado, el desarrollo técnico o las inversiones;

c) repartirse los mercados o las fuentes de abastecimiento;

d) aplicar a terceros contratantes condiciones desiguales para prestaciones equivalentes, que ocasionen a éstos una desventaja competitiva;

e) subordinar la celebración de contratos a la aceptación, por los otros contratantes, de prestaciones suplementarias que, por su naturaleza o según los usos mercantiles, no guarden relación alguna con el objeto de dichos contratos.

2. Los acuerdos o decisiones prohibidos por el presente artículo serán nulos de pleno derecho.

[490] Hecho Relevante publicado por Gas Natural SDG, S.A. en la CNMV con fecha 5 de septiembre de 2005.

3. No obstante, las disposiciones del apartado 1 podrán ser declaradas inaplicables a:

- cualquier acuerdo o categoría de acuerdos entre empresas,
- cualquier decisión o categoría de decisiones de asociaciones de empresas,
- cualquier práctica concertada o categoría de prácticas concertadas,
- que contribuyan a mejorar la producción o la distribución de los productos o a fomentar el progreso técnico o económico, y reserven al mismo tiempo a los usuarios una participación equitativa en el beneficio resultante, y sin que:

a) impongan a las empresas interesadas restricciones que no sean indispensables para alcanzar tales objetivos;

b) ofrezcan a dichas empresas la posibilidad de eliminar la competencia respecto de una parte sustancial de los productos de que se trate.

Con fecha 21 de marzo de 2005, el Juzgado de lo Mercantil número 3 de Madrid estimó la petición de medidas cautelares que Endesa solicitó, suspendiendo la tramitación de la OPA formulada por Gas Natural y la ejecución del contrato firmado el 5 de septiembre entre Gas Natural e Iberdrola. Endesa tuvo, sin embargo, que prestar una caución de mil millones de euros, lo que acabó haciendo unos días después, levantando muchas cuestiones sobre el deber de pasividad, tal y como ya hemos visto. En cualquier caso es también importante señalar que finalmente la Audiencia Nacional, ya con fecha 15 de enero de 2007 levantó dichas medidas cautelares al estimar el recurso presentado por Endesa e Iberdrola.

- Análisis de la operación de concentración por las autoridades europeas. Ante el apoyo más o menos explícito que el gobierno español había dado a la OPA lanzada por Gas Natural, Endesa trató, sin éxito, que debido a su presencia europea, la operación fuese considerada de ámbito comunitario y escapase por

tanto al análisis por parte de las autoridades españolas[491], probablemente al considerar que las autoridades comunitarias serían más hostiles al evidente proceso de concentración que se estaba dando en el mercado español..

3.2.19.- OPA 19: E.ON sobre Endesa

3.2.19.1.- Antecedentes

El Consejo de Administración de Endesa buscó en los meses siguientes al anuncio del lanzamiento de la oferta de Gas Natural potenciales inversores internacionales interesados en lanzar una oferta a un precio mayor que el pagado por la empresa española.

Tras varios rumores, en febrero de 2006, la empresa alemana *E.ON Aktiengesellschaft*, a través de su filial *E.ON Zwölfte Verwaltungs, GmbH*, lanzaba una oferta competidora por la empresa a un precio notablemente superior al lanzado por Gas Natural.

3.2.19.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 21 de febrero de 2006.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 16 de noviembre de 2006.

- Fecha de anuncio de resultado: La oferta fue mejorada con posterioridad, por lo que el resultado es tratado al analizar la oferta mejorada.

[491] Ver Hecho Relevante publicado por Endesa en la CNMV con fecha 22 de septiembre de 2005.

3.2.19.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 27,30 euros por cada acción de Endesa, si bien ante el reparto de dividendos por parte de Endesa, el precio fue ajustado a 24,905 euros por acción.

- Objeto: La oferta fue lanzada por un 100% del capital social de Endesa, estando condicionada a la aceptación de un mínimo del 50,01% del mismo.

3.2.19.4.- Resultado de la OPA

La oferta fue mejorada con posterioridad, por lo que el resultado es tratado al analizar la oferta mejorada.

3.2.19.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Función decimocuarta de la Comisión Nacional de Energía. Al contrario que con Gas Natural, donde la operación dependía básicamente de decisiones tomadas por entidades regulatorias de ámbito nacional, en el caso de E.ON, no sucedía así y las autoridades españolas –ya fuese la CNE o incluso las autoridades de Defensa de la Competencia– no tenían posibilidad de entrar a analizar la operación.

Debido a la naturaleza de la operación, en materia de Defensa de la Competencia la operación quedaba en manos de las autoridades comunitarias. En lo referido a actividades reguladas, la normativa en vigor sólo hacía obligatoria la revisión de la operación por parte de la CNE cuando el comprador era una

empresa que ejercía actividades reguladas en el sector eléctrico español, lo que no sucedía en la oferta lanzada por E.ON.

Ante esta situación, y con cierta premura, el gobierno aprobó tres días después de que E.ON presentase su oferta el polémico Real Decreto-ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía, que habilitaba a revisar la oferta de E.ON[492] al tener efectos retroactivo[493]. La redacción de la nueva Función Decimocuarta era la siguiente:

> **Decimocuarta.**
>
> 1. Autorizar la adquisición de participaciones realizada por sociedades con actividades que tienen la consideración de reguladas o actividades que estén sujetas a una intervención administrativa que implique una relación de sujeción especial, tales como centrales térmicas nucleares, centrales térmicas de carbón de especial relevancia en el consumo de carbón de producción nacional, o que se desarrollen en los sistemas eléctricos insulares y extra-peninsulares, así como las actividades de almacenamiento de gas natural o de transporte de gas natural por medio de gasoductos internacionales que tengan como destino o tránsito el territorio español.
>
> La autorización será igualmente requerida cuando se pretenda la adquisición de participaciones en un porcentaje superior a un 10% del capital social o cualquier otro que conceda influencia significativa, realizada por cualquier sujeto en una sociedad que, por sí o por medio de otras que pertenezcan a su grupo de

[492] La Exposición de Motivos del Real Decreto-ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía explicaba como «conforme a la legislación vigente, no resulta posible examinar en todos los supuestos la adquisición del control de unas empresas por otras, en la medida que afecten a intereses generales de la política energética española y, en particular, a la seguridad pública. Además, mientras que en su actual redacción la función Decimocuarta de la Comisión Nacional de Energía, regulada en la disposición adicional undécima. Tercero.1 de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del Sector de Hidrocarburos, condiciona a la autorización de la Comisión Nacional de Energía la toma de participación por sociedades con actividades reguladas en cualquier entidad que realice actividades de naturaleza mercantil, no establece la misma previsión cuando la sociedad objeto de la participación realiza actividades reguladas pero no la sociedad que pretende dicha participación».

[493] Al establecer la Disposición Transitoria Única que «lo establecido en el presente Real Decreto-ley será de aplicación a todas las operaciones de adquisición subsumibles en el supuesto de hecho previsto en el apartado Decimocuarto del apartado Tercero.1 de la disposición adicional undécima de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, en la redacción dada mediante la presente norma, que se encuentren pendientes de ejecución a la entrada en vigor de la misma, salvo que con anterioridad ya hubieran obtenido la autorización de la Comisión Nacional de Energía en el ejercicio de la Función Decimocuarta de la disposición adicional undécima.Tercero.1 de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del Sector de Hidrocarburos».

sociedades, desarrolle alguna de las actividades mencionadas en el párrafo anterior de este apartado 1. La misma autorización se requerirá cuando se adquieran directamente los activos precisos para desarrollar las citadas actividades.

2. Las autorizaciones definidas en los dos párrafos del apartado 1 anterior podrán ser denegadas o sometidas a condiciones por cualquiera de las siguientes causas:

a) La existencia de riesgos significativos o efectos negativos, directos o indirectos sobre las actividades contempladas en el apartado 1 anterior.

b) Protección del interés general en el sector energético y, en particular, la garantía de un adecuado mantenimiento de los objetivos de política sectorial, con especial afección a activos considerados estratégicos. Tendrán la consideración de activos estratégicos para el suministro energético aquellos que puedan afectar a la garantía y seguridad de los suministros de gas y electricidad. A estos efectos, se definen como estratégicos los siguientes activos:

   - Las instalaciones incluidas en la red básica de gas natural definida en el artículo 59 de la presente ley.
   - Los gasoductos internacionales que tengan como destino o tránsito el territorio español
   - Las instalaciones de transporte de energía eléctrica definidas en el artículo 35 de la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico.
   - Las instalaciones de producción, transporte y distribución de los sistemas eléctricos insulares y extra-peninsulares.
   - Las centrales térmicas nucleares y las centrales térmicas de carbón de especial relevancia en el consumo de carbón de producción nacional.

c) La posibilidad de que la entidad que realice las actividades mencionadas en el apartado 1 anterior de esta Función Decimocuarta quede expuesta a no poder desarrollarlas con garantías como consecuencia de cualesquiera otras actividades desarrolladas por la entidad adquiriente o por la adquirida.

d) Cualquier otra causa de seguridad pública y, en particular:

1. La seguridad y calidad del suministro entendidas como la disponibilidad física ininterrumpida de los productos o servicios en el mercado a precios razonables en el corto o largo plazo para todos los usuarios, con independencia de su localización geográfica; así como:
2. La seguridad frente al riesgo de una inversión o de un mantenimiento insuficientes en infraestructuras que no permitan asegurar, de forma continuada, un conjunto mínimo de servicios exigibles para la garantía de suministro.

3. La autorización de la Comisión Nacional de Energía deberá ser solicitada antes de la adquisición, de forma que dicha adquisición solo será válida una vez obtenida la autorización. En el caso de que la adquisición se produzca por medio de una oferta pública de adquisición de acciones, el adquirente deberá obtener dicha autorización con carácter previo a la autorización de la oferta conforme a la normativa del mercado de valores.

Como era previsible, y ante la nula presencia de E.ON en España, la Comisión Europea autorizó la compra de Endesa por E.ON. La CNE, sin embargo, aunque autorizó la oferta de E.ON a finales de julio de 2006, la sometió a duras condiciones que, aunque no llevaron a la empresa germana a desistir de su oferta, sí que la llevaron a recurrir dicha decisión. El 26 de septiembre de ese mismo año la Comisión Europea consideró que las medidas propuestas por la CNE eran contrarias al derecho comunitario si bien la CNE y el gobierno mantuvieron limitaciones a E.ON que llevaron a la Comisión Europea a abrir un procedimiento de infracción contra España.

- Revocabilidad de las aceptaciones. Tras haberse abierto el periodo de aceptación de la oferta de Gas Natural y haberse anunciado la oferta competidora de E.ON y la suspensión temporal del proceso tras las medidas cautelares que los tribunales adoptaron, la CNMV publicó un comunicado[494] con las instrucciones remitidas a

[494] Comunicado publicado por la CNMV con fecha 5 de abril de 2006.

todos los depositarios de acciones de Endesa en las que se les comunicaba que no deberían aceptar declaraciones de aceptación de la oferta y deberían comunicar a los titulares de acciones de Endesa la suspensión de la OPA de Gas Natural.

Posteriormente, la CNMV publicó un nuevo comunicado[495] en el que, tras llegar a su conocimiento que un número significativo de inversores había aceptado la oferta antes de la suspensión, consideraba que el principio de irrevocabilidad de las aceptaciones establecido en el artículo 25 del Real Decreto 1197/1991 debía ser atemperado «cuando, con posterioridad a la aceptación de la OPA, acaecen circunstancias graves y excepcionales –como la suspensión judicial de la oferta– que no pudieron ser tomadas en consideración por los inversores y que podrían ocasionarles una prolongada e imprevista inmovilización de sus acciones de Endesa, en tanto el procedimiento siga paralizado y la CNMV no autorice ofertas competidoras». Por ello, y con base en la cláusula *rebus sic santibus*, acogida por el Tribunal Supremo en sus sentencias de 6 de junio de 1959 y 15 de marzo de 1972, la CNMV no veía obstáculo legal para que los depositarios atendiesen las órdenes de venta o solicitudes de revocación de sus declaraciones de aceptación que le cursasen aquellos inversores que hubiesen aceptado la oferta de Gas Natural con anterioridad al mencionado 5 de abril.

Dicha situación tuvo su influencia en la normativa posterior, como puede verse en el hecho de que el Real Decreto 1066/2007 establece en su artículo 34 que «las declaraciones de aceptación podrán ser revocadas en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta».

[495] Comunicado publicado por la CNMV con fecha 12 de mayo de 2006.

3.2.20.- OPA 20: E.ON sobre Endesa (oferta mejorada)

3.2.20.1.- Antecedentes

En septiembre de 2006 un nuevo contendiente entró en la batalla por el control de Endesa. Por sorpresa, el grupo constructor español Acciona, S.A. anunciaba la compra de un 10% del capital social de Endesa en el mercado por un precio medio de 32 euros por acción. Es decir, sin lanzar OPA alguna, si bien la empresa comunicaba que «no descarta incrementar su participación hasta un porcentaje que no exija la formulación de una OPA y le permita participar en la gestión de Endesa, S.A., una vez que obtenga la autorización para ello de la Comisión Nacional de la Energía»[496].

Ante esta situación, el 26 de septiembre de 2006 E.ON reaccionaba y anunciaba «su intención de aumentar la contraprestación de la oferta pública de adquisición de acciones de Endesa […] a 35 euros por acción»[497].

Dicho aumento fue el primero de varios. Una vez que los diferentes obstáculos legales y burocráticos a las ofertas tanto de Gas Natural como de E.ON se fueron solventando, la CNMV estableció que la fecha final para presentar ofertas en sobre cerrado, tal y como establecía la regulación sobre OPAs vigente era el 2 de febrero de 2007.

A pesar de que Gas Natural anunció que desistió de su oferta el 1 de febrero, es decir el día anterior a la presentación de ofertas finales en sobre cerrado, E.ON anunció el mismo día 2 de febrero que aumentaba su oferta hasta 38,75 euros por acción.

---

[496] Hecho Relevante publicado por Acciona, S.A. en la CNMV con fecha 25 de septiembre de 2006.

[497] Hecho Relevante publicado por E.ON AG. en la CNMV con fecha 25 de septiembre de 2006.

3.2.20.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 2 de febrero de 2007.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 6 de febrero de 2007.

- Fecha de anuncio de resultado: La oferta fue mejorada con posterioridad, por lo que el resultado es tratado al analizar la oferta mejorada.

3.2.20.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 38,75 euros por cada acción de Endesa.

- Objeto: La oferta fue lanzada por un 100% del capital social de Endesa, estando condicionada a la aceptación de un mínimo del 50,01% del mismo.

3.2.20.4.- Resultado de la OPA

La oferta fue mejorada con posterioridad, por lo que el resultado es tratado al analizar la oferta mejorada.

3.2.20.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Anuncio de mejora de la oferta. En septiembre de 2006, el grupo constructor español Acciona entró en la batalla por el control de Endesa al comprar un 10% de la compañía a un precio de 32 euros por acción.

Ante esta situación E.ON –que como ya hemos visto no podía comprar acciones de Endesa al haberse comprometido en el folleto por indicación de la CNMV a no hacerlo– publicó un Hecho Relevante en el que anunciaba «su intención de aumentar la contraprestación de la oferta pública de adquisición de acciones de Endesa […] a 35 euros por acción»[498]. Ante dicho extemporáneo anuncio, que quedaba fuera del proceso de sobres cerrados establecido por la regulación, la CNMV reaccionó y publicó un comunicado en el que consideraba que E.ON quedaba vinculada por dicho anuncio y que «si con ocasión de dicho procedimiento E.ON adoptara una postura contraria o incompatible con él, su comunicación de Hecho Relevante será considerada información engañosa y dará origen a las responsabilidades previstas en el artículo 99 ñ) de la Ley del Mercado de Valores»[499].

- Mejora de oferta en sobres cerrados. Otro tema interesante fue la situación novedosa que se produjo en el proceso de OPAs competidoras entre E.ON y Gas Natural.

Una vez que los diferentes obstáculos que habían venido retrasando las ofertas tanto de E.ON como de Gas Natural se fueron resolviendo, la CNMV estableció que la fecha final para presentar ofertas en sobre cerrado, tal y como establecía la regulación sobre OPAs vigente era el 2 de febrero de 2007.

[498] Hecho Relevante publicado por E.ON AG. en la CNMV con fecha 25 de septiembre de 2006.

[499] Comunicado publicado por la CNMV con fecha 27 de septiembre de 2006.

A pesar de que Gas Natural anunció que desistió de su oferta el 1 de febrero, es decir el día anterior a la presentación de ofertas finales en sobre cerrado, y por lo tanto el proceso de sobres dejaba de tener cualquier sentido, E.ON anunció el mismo día 2 de febrero que aumentaba su oferta hasta 38,75 euros por acción, tal y como vimos en el punto anterior.

En cualquier caso es relevante subrayar el hecho de que E.ON tras haber lanzado su primera oferta a un precio de 27,30 euros por acción, había anunciado ya su intención de aumentar la contraprestación de la oferta a 35 euros por acción. Por ello, lo cierto es que a pesar de la retirada de la oferta de Gas Natural, E.ON estaba obligada a revisar su oferta hasta un precio nunca inferior a los mencionados 35 euros por acción. En cualquier caso, la reforma de la normativa en el año 2007 claramente es deudora de la batalla por el control de Endesa, viniendo a establecer explícitamente el nuevo artículo 42 que en el caso de desistimiento de todas las ofertas menos una no fuese necesario presentarla en sobre cerrado sino que sería aplicable lo establecido en el caso de que no hubiese ofertas competidoras.

3.2.21.- OPA 21: E.ON sobre Endesa (oferta mejorada)

3.2.21.1.- Antecedentes

Tras haber mejorado su oferta hasta los 38,75 euros por acción, mejora que fue aprobada por la CNMV con fecha 6 de febrero de 2007, la empresa eléctrica italiana *Enel, SpA*. anunciaba la compra de un 9,99% del capital social de Endesa a un precio de 39 euros por acción el 27 de febrero de 2007. Adicionalmente, ENEL declaró que no excluía «incrementar su participación en Endesa, S.A. hasta un porcentaje que no exija la formulación de una oferta pública

de adquisición, esto es, un 24,99% del capital, siempre que obtenga las autorizaciones pertinentes de las administraciones españolas»[500].

Posteriormente, mediante contratos de derivados ("*equity swaps*"), logró hacerse con un 14,98% adicional de Endesa.

El 23 de marzo de 2007 Acciona publicaba un Hecho Relevante a requerimiento de la CNMV de gran trascendencia para el resultado de la batalla por el control de Endesa, al mencionar la posibilidad de un acuerdo con el grupo italiano ENEL que podría conllevar el lanzamiento de una OPA con posterioridad a la de E.ON[501].

Ante tal situación, la CNMV publicó el mismo día 23 de marzo un comunicado anunciando que no autorizaría ninguna OPA sobre Endesa formulada por ENEL o Acciona y autorizaba de forma extraordinaria a que E.ON pudiese mejorar su oferta.

Ante esta situación, E.ON decidió revisar su oferta hasta un precio de 40 euros por acción.

[500] Hecho Relevante publicado por *Enel SpA*. en la CNMV con fecha 28 de febrero de 2007. En el mismo Hecho Relevante se decía que «se hace constar expresamente que ni *Enel SpA*. ni otra sociedad de su grupo tienen ningún acuerdo, convenio o concierto con ninguno de los accionistas de Endesa, S.A. […]».

[501] Hecho Relevante publicado por Acciona, S.A. en la CNMV con fecha 23 de marzo de 2007. Literalmente el texto decía: «…en los últimos días, Acciona y ENEL han mantenido conversaciones con el objetivo de analizar el posible escenario posterior a la oferta pública de adquisición de E.ON y la posibilidad, en la hipótesis de que la mismo no alcanzara más del 50% del capital de Endesa, de desarrollar un proyecto de gestión compartida de Endesa bajo el liderazgo de Acciona que conllevaría, como paso previo, en cumplimiento de la normativa vigente, y tras la OPA de E.ON, la formulación por Acciona y ENEL de una oferta pública de adquisición sobre la totalidad del capital de Endesa que no sea ya de su propiedad». ENEL publicó un Hecho Relevante similar el mismo día.

3.2.21.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 26 de marzo de 2007.

- Fecha de aprobación por la CNMV: 28 de marzo de 2007.

- Fecha de anuncio de resultado: 10 de abril de 2007.

3.2.21.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 40 euros por cada acción de Endesa.

- Objeto: La oferta fue lanzada por un 100% del capital social de Endesa, estando condicionada a la aceptación de un mínimo del 50,01% del mismo.

3.2.21.4.- Resultado de la OPA

La oferta sólo fue aceptada por el 6,01% del capital, por lo que tuvo resultado negativo al no alcanzar el 50,1% al que dicha oferta estaba condicionada.

3.2.21.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Adquisición de acciones durante el periodo de vigencia de la OPA. Ya vimos en su momento el hecho de que a pesar de que el artículo 23 del Real Decreto 1197/1991 impedía comprar acciones durante la tramitación de una OPA sólo en el caso de contraprestaciones en valores o en metálico y valores, la CNMV impuso *de facto* una limitación a este respecto, obligando a cualquier oferente a

incluir en los sucesivos borradores del folleto un compromiso de no adquisición de acciones.

En cualquier caso, esta situación se dio también tanto en las ofertas de Gas Natural como la de E.ON, lo cual acabó siendo una clara e injustificada desventaja frente a Acciona y ENEL, que antes de lanzar su oferta sobre Endesa adquirieron en el mercado paquetes importantes de acciones de Endesa, condicionando el devenir del proceso hasta el punto de lograr impedir el éxito de la oferta de E.ON.

Tal y como hemos visto, esta situación tuvo su influencia en la regulación posterior y así el artículo 32 del Real Decreto 1066/2007 vino a permitir una mayor flexibilidad en esta materia que la que concedían el antiguo artículo 23 del Real Decreto 1197/1991 y la interpretación del mismo que había venido haciendo la CNMV.

Así, frente a la prohibición de adquirir en el pasado acciones en el mercado cuando la oferta fuese en valores o en metálico y valores (artículo 23.1), se ha pasado a permitir comprar acciones de forma expresa, si bien en el caso de que así se haga, «el oferente vendrá obligado a ofrecer a todos los destinatarios de la oferta como contraprestación alternativa a la inicialmente fijada, una contraprestación en efectivo que en ningún caso podrá ser inferior al precio más alto pagado por los valores adquiridos de aquella forma».

La misma influencia parece advertirse en el apartado 5, para el caso de ofertas sólo en efectivo. Si bien esta era una opción que ya aparecía en el artículo 23.2, lo cierto es que la CNMV, como ya vimos al analizar la batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico, la había limitado al obligar a los oferentes a comprometerse en el folleto a no comprar acciones de la sociedad objeto de la OPA hasta la finalización de la misma. El mantenimiento de este

artículo parece ir contra dicha política de la CNMV, y en gran parte, tras lo acontecido en el caso Endesa.

- Revisión extraordinaria de precio. Aunque en el proceso de sobres cerrados establecido a la luz de la normativa vigente en ese momento E.ON había anunciado la revisión final de su precio, el hecho de que posteriormente, el 23 de marzo de 2007 Acciona publicase un Hecho Relevante a requerimiento de la CNMV en el que mencionaba la posibilidad de un acuerdo con el grupo italiano ENEL que podría conllevar el lanzamiento de una OPA con posterioridad a la de E.ON[502] llevó a la CNMV a publicar el mismo día 23 de marzo un comunicado con una decisión inesperada y con cierta dosis de discrecionalidad. Tras considerar que «el mero anuncio de que Acciona y ENEL pudieran presentar, de forma conjunta o separada, una OPA a precio superior a la de E.ON si ésta no alcanzara el 50% del capital de Endesa podrá perturbar el desarrollo de la OPA de E.ON […]», la CNMV adoptó dos importantes medidas:

- Anunciar que no autorizaría ninguna OPA sobre Endesa formulada por ENEL o Acciona, de forma separada o conjunta, en un plazo de 6 meses tras la liquidación de la oferta de E.ON.

- Autorizar de forma extraordinaria a que E.ON pudiese mejorar su oferta si así lo decidiese.

Ante esta situación, E.ON decidió revisar su oferta hasta un precio de 40 euros por acción.

[502] Hecho Relevante publicado por Acciona, S.A. en la CNMV con fecha 23 de marzo de 2007. Literalmente el texto decía: «…en los últimos días, Acciona y ENEL han mantenido conversaciones con el objetivo de analizar el posible escenario posterior a la oferta pública de adquisición de E.ON y la posibilidad, en la hipótesis de que la mismo no alcanzara más del 50% del capital de Endesa, de desarrollar un proyecto de gestión compartida de Endesa bajo el liderazgo de Acciona que conllevaría, como paso previo, en cumplimiento de la normativa vigente, y tras la OPA de E.ON, la formulación por Acciona y ENEL de una oferta pública de adquisición sobre la totalidad del capital de Endesa que no sea ya de su propiedad». ENEL publicó un Hecho Relevante similar el mismo día.

- Plazos de ofertas competidoras. Ya vimos cómo tras la reforma del año 2003, el sistema de OPAs competidoras –influenciado por la batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico– había pasado de un modelo en el que las OPAs competidoras podían alargar el proceso casi indefinidamente a un modelo en el que se establecía un límite temporal máximo más allá del cual no podían lanzarse OPAs competidoras (el trigésimo día natural tras el inicio del periodo de aceptación de la oferta inicial).

Esta situación impidió tanto a ENEL como a Acciona lanzar una OPA al haber acabado el plazo para ello, lo que a la postre desencadenó otros problemas como el hecho de que acabasen anunciando su intención de lanzar OPA una vez que acabase el proceso de OPAs competidoras en ese momento en vigor.

Este hecho llevó a una nueva marcha atrás por parte del regulador que en la redacción del Real Decreto 1066/2007 volvió a establecer un modelo de OPAs competidoras en el que el plazo de presentación de OPAs competidoras estaba abierto «en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el quinto día natural anterior a la finalización de su plazo de aceptación». En este sentido puede consultarse CONDE y GONZÁLEZ (2010)[503].

3.2.22.- OPA 22: ENEL/Acciona sobre Endesa

3.2.22.1.- Antecedentes

Tras las compras de acciones por parte de ENEL y Acciona en mercado, lo cierto es que la oferta de E.ON tenía pocas posibilidades de éxito, al ser

[503] CONDE VIÑUELAS, V. y GONZÁLEZ MOSQUEIRA, P. (2010). "La reforma del régimen de ofertas competidoras". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 557-592). Valencia: Tirant lo blanch.

titulares los primeros, en conjunto, de más de un 45% del capital social de Endesa mientras que E.ON había tenido limitada la compra acciones en el mercado.

Ante esta situación E.ON llegó a un acuerdo con ENEL y Acciona por el cual se comprometía a no eliminar su condición de alcanzar un 51%, lo que equivalía a desistir implícitamente de la oferta (como ya hemos visto fue aceptada sólo por el 6,01% del capital). A cambio, ENEL y Acciona se comprometían a venderle activos en España y Europa tanto de Endesa como de la propia ENEL.

Tras el anuncio del resultado de la oferta de E.ON, Acciona y ENEL se apresuraron a lanzar una nueva oferta por Endesa.

3.2.22.2.- Fechas relevantes

- Fecha del anuncio: 11 de abril de 2007.
- Fecha de aprobación por la CNMV: 25 de julio de 2007.
- Fecha de anuncio de resultado: 5 de octubre de 2007.

3.2.22.3.- Elementos de la OPA

- Contraprestación: 41,30 euros por cada acción de Endesa si bien ante el reparto de dividendos por parte de Endesa, el precio fue ajustado a 40,16 euros por acción.
- Objeto: El objeto de la oferta era el 53,99% del capital social de Endesa necesario para alcanzar el 100%, al ser propiedad de los oferentes el 46,01% restante.

> La OPA estaba condicionada a alcanzar el 3,99% del capital social, porcentaje necesario para junto con el 46,01% del capital del que ya eran propietarios los oferentes, alcanzar el 50,01% del capital social.

3.2.22.4.- Resultado de la OPA

La OPA fue aceptada por el 85,30% de las acciones objeto de la misma, por lo que ENEL y Acciona compraron el 46,05% del capital, que les permitió alcanzar el 92,06% del capital social de Endesa.

3.2.22.5.- Principales elementos jurídicos identificados

- Mancomunidad e influencia sobre control. La OPA de ENEL y Acciona no era la primera dentro del sector eléctrico en el periodo analizado en la que existían dos oferentes. Ya en el año 1992 se había producido la oferta conjunta de Endesa y Unión Fenosa por Saltos del Nansa. Y posteriormente, en el caso de la batalla por Hidrocantábrico, Ferroatlántica había actuado en concierto con el grupo alemán EnBW y la propia oferta de Adygesinval contaba con la presencia de la empresa portuguesa EDP y de Cajastur.

El concierto de ENEL y Acciona se caracterizó porque la OPA era mancomunada, adquiriendo cada una de las partes acciones de forma independiente. De hecho el reparto de las acciones obtenidas en la OPA se estableció en el propio folleto del siguiente modo:

«En primer lugar, Acciona adquirirá acciones y ADSs de Endesa representativas de hasta un 3,974% del capital social de Endesa […], que junto

con el número de acciones de Endesa de las que ya es titular a la fecha del presente folleto, le permitirá alcanzar un número total de acciones de Endesa representativas de un 25,01% de su capital social […].

Las restantes acciones o ADSs de Endesa comprendidas en las aceptaciones de la Oferta serán adjudicadas a EEE[504]. En consecuencia, EEE adquirirá un máximo de 529.556.615 acciones de Endesa […], lo cual le permitiría alcanzar una participación en el capital social de Endesa que oscilaría entre un 24,99% y 74,99%.»

Esta situación tuvo su influencia posterior ya que tras la oferta Acciona quedó como propietaria del 25,01% del capital mientras que ENEL era propietaria del 67,05% del capital. A pesar de que el propio folleto hablase de «control conjunto de Endesa por parte de los oferentes», lo cierto es que el pacto parasocial firmado por Acciona y ENEL en marzo de 2007 había quedado, en lo que se refería a «clausulas relativas al gobierno y gestión de Endesa» y «al ejercicio del derecho de voto en la Junta General de Accionistas de Endesa […]», supeditado a la condición suspensiva de que la oferta permitiese alcanzar la mayoría del capital social de Endesa y nombrar a la mayoría de los miembros del Consejo de Administración. Mientras tantos los oferentes eran libres para determinar el sentido del voto de sus acciones de Endesa.

Cuando ya en el 2009 Acciona y ENEL pusieron fin al acuerdo parasocial, a efectos de cambio de control no se consideró que existiese tal cambio, una vez que el acuerdo parasocial en este punto –debido a la mencionada condición suspensiva– era posterior a la adquisición del control por parte de ENEL. Esto permitió a ENEL comprar el 25% de Acciona sin tener por ello que lanzar una nueva oferta obligatoria tras consultar en este sentido con la CNMV, que en un comunicado con fecha 3 de marzo de 2009 consideró que «el

[504] Enel Energy Europe S.r.l.

incremento de la participación de ENEL del 67,05% al 92,06% de los derechos de voto de Endesa, mediante la compra del 25,01% a Acciona no constituye ningún supuesto de los previstos en la Ley del Mercado de Valores y en el Real Decreto 1066/2007 que determine la obligación de formular una OPA sobre las acciones de Endesa[505]».

- Responsabilidad del folleto. Un tema menor y vinculado al anterior pero que no se puede dejar de mencionar es el tema de la responsabilidad del folleto. Como parece en el artículo 17.1 del Real Decreto 1066/2007, el responsable del folleto es el que suscribe el documento. Adicionalmente, el anexo del Real Decreto, al detallar los apartados del folleto establece algunas provisiones sobre dicha responsabilidad. En el capítulo I, en el apartado a) el «nombre y cargo de las personas responsables del folleto y, en su caso, de las partes concretas sobre las que asumen la responsabilidad»; y en el b) una «declaración de los responsables asegurando que los datos e informaciones comprendidos en el folleto son verídicos, no se incluyen datos o informaciones que puedan inducir a error y no existen omisiones susceptibles de alterar su contenido». MUÑOZ PÉREZ (2009)[506] incluye el folleto de ENEL y Acciona dentro de su estudio al tratar el tema de la responsabilidad del folleto en los casos de más de un oferente. Básicamente en estos casos los propios responsables pueden decidir cuál es su ámbito de responsabilidad y en este sentido la autora menciona, a título de ejemplo, el folleto de ENEL y Acciona ya que en él «los responsables asumían la responsabilidad respectivamente respecto de la información, datos u omisiones que estrictamente se referían a sus sociedades oferentes, y de forma conjunta respecto del resto». Frente a ello contrapone el caso de la OPA sobre la Sociedad General de Aguas de Barcelona, lanzada por cuatro entidades vinculadas fundamentalmente al grupo La Caixa y al grupo Suez, ya que «se efectúa asimismo esta distinción asumiendo cada administrador de las sociedades oferentes limitadamente la responsabilidad por la información de las sociedades

[505] Comunicado publicado por la CNMV con fecha 3 de marzo de 2009.

[506] MUÑOZ PÉREZ, A. F. (2009). "El folleto de formulación de la OPA". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 443-502). Barcelona: Bosch.

que cada uno representa, siendo por el resto del folleto solidaria, con reparto interno en proporción a la participación directa e indirecta en la sociedad afectada».

- Promesa de OPA posterior. Un problema relevante que se planteó durante la batalla por el control de Endesa venía a ser en cierto modo una repetición de lo acontecido quince años antes en la batalla por el control de El Encinar de los Reyes, es decir la promesa de una OPA futura. Tal y como ya vimos en el capítulo dedicado a la legislación sobre OPAs, dicha promesa fue permitida por la CNMV, lo que desembocó en una interesante batalla doctrinal[507].

Ahora la situación era similar, si bien el anuncio era muy sutil al anunciar no ya la intención de lanzar una OPA sino la posibilidad de un acuerdo entre los accionistas ENEL y Acciona que «conllevaría, como paso previo, en cumplimiento de la normativa vigente» la formulación de una nueva OPA tras las finalización de la oferta en curso de E.ON.

Como ya hemos visto, la CNMV, al igual que en el año 1992, no vetó esta posibilidad al estar sus potestades en esta materia limitadas– si bien la polémica interna saltó a todos los periódicos y desembocó en la dimisión de su presidente– aunque anunció que no autorizaría ninguna OPA sobre Endesa formulada por ENEL o Acciona, de forma separada o conjunta, en un plazo de seis meses tras la liquidación de la oferta de E.ON; y permitió a E.ON una

[507] Tal y como vimos en su momento, la doctrina sobre dicho caso fue numerosa, destacando por el lado de los que se opusieron a que dicho anuncio de OPA futura fuese permitido por la CNMV, GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1992). "¿Puede anunciarse una OPA futura en concurrencia con otra OPA ya formulada? Notas sobre un caso reciente". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía,* (4), pp. 1086-1092, o el mismo autor en GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1994). "De nuevo sobre OPAs competidoras, OPAs futuras y promesas de OPA". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (1), 944-953. Entre los defensores de la visión contraria destacan SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992). "Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el reglamento de OPAS , estando en curso otra oferta pública". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil (*48), pp. 935-984 o LASARTE, C. (1993). "OPAs presentes, OPAs competidoras, OPAs futuras y movimientos de capital". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (3), pp. 831-836. Es interesante subrayar el hecho de que el profesor SÁNCHEZ ANDRÉS era miembro de la CNMV cuando publicó su artículo, asumiendo ésta su razonamiento con posterioridad.

revisión extraordinaria de la contraprestación si lo consideraba pertinente. Como ya hemos visto, esta situación está claramente detrás de la reforma en el régimen de ofertas competidoras introducida en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

En cualquier caso, como señalaba GARCÍA DE ENTERRÍA (2007) estas situaciones muestran el vacío legal de la regulación española al respecto, siendo una forma para el anunciante de obtener algunos de los beneficios de la OPA –en este caso malherir a la oferta precedente de E.ON– con muchos menores riesgos al carecer dicha anuncio de la irrevocabilidad de una oferta debidamente formulada[508].

- Liquidación de la oferta. Otro tema menor es el de la liquidación de la oferta en varios países. A este respecto, DEL CAÑO (2010)[509], al analizar la liquidación de la oferta, menciona como ejemplos de OPAs «en los que estaban involucradas acciones de otros países» menciona la OPA de Acciona y ENEL debido a la presencia de acciones de Endesa en los mercados norteamericano y chileno. El segundo ejemplo mencionado por el autor es el de la OPA de la inmobiliaria Metrovacesa sobre sus propias acciones al ofrecerse en canje acciones de una sociedad francesa cotizada.

3.3.- Influencia de lo acontecido en el sector eléctrico en la normativa posterior

Tras analizar en este capítulo la importancia en términos relativos del sector eléctrico, tanto en número de operaciones como en el peso económico de

[508] GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (22 de abril de 2007). "Un vacío legal". *El País*.

[509] DEL CAÑO, J. (2010). "Aceptación y liquidación de la OPA". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 401-424). Valencia: Tirant lo blanch.

las mismas sobre el valor total de las OPAs vislumbradas en España en el periodo 1990-2007, es momento ahora para tratar de concluir cuál ha sido la influencia que el sector ha tenido en las diferentes reformas normativas.

La clave de la influencia del sector eléctrico en materia de OPAs hay que buscarla en su importancia económica y política, en las importantes barreras de entrada y en factores históricos difíciles de replicar en otros países de nuestro entorno. En este sentido cabe destacar tanto el bajo grado de concentración que había en el sector a inicios de la década de los noventa como el gran peso de la propiedad privada en el mismo a través, fundamentalmente, del mercado de valores. España contaba a inicios de los años noventa con catorce grandes empresas eléctricas, de las cuales diez cotizaban en bolsa –incluyendo a Endesa, que comenzó a cotizar en el año 1988 y GESA en el año 1986–. Es difícil encontrar en nuestro entorno continental países con un número tan elevado de empresas eléctricas cotizando en bolsa en los años noventa. Estas condiciones, junto con el proceso de liberalización e integración europea favorecieron el proceso de concentración posterior, proceso que fue en gran medida articulado a través de procesos de ofertas públicas de adquisición.

Toda esta envolvente hace que las OPAs en el sector eléctrico sean un campo de estudio muy relevante a la hora de analizar tanto la regulación como la *praxis* de esta figura jurídica y económica en España. Tras el análisis en capítulos precedentes del sector y de la normativa de OPAs, es posible ahora concluir que lo acontecido en el sector eléctrico ha sido clave a la hora de entender una parte muy importante de las reformas legales en esta materia jurídica así como la propia interpretación de la misma.

Un primer tema objeto de análisis era hasta qué punto el objetivo más o menos explícito de los diferentes gobiernos de la nación de mantener unas empresas eléctricas –energéticas en general– fuertes y capaces de competir en un

mercado europeo integrado había condicionado la propia normativa e interpretación en materia de OPAs.

Tras el análisis de las diferentes OPAs en el periodo objeto de estudio no parece haber base suficiente para mantener esa afirmación. Cabe ver en primer lugar el propio modelo de OPA obligatoria parcial que ha sido tradicional en el modelo regulatorio español hasta el mismo año 2007. Tal y como se ha contemplado en apartados anteriores, esta opción del regulador español frente al modelo de OPA obligatoria total parece que efectivamente vino marcada por el deseo de que los posibles cambios de control –y el proceso de concentración necesario en sectores clave como pueden ser el bancario y el eléctrico, entre otros– fuesen asequibles para las empresas españolas, con menor capacidad financiera que otros potenciales competidores europeos o norteamericanos.

Sin embargo, la opción del regulador por un modelo de OPA obligatoria parcial no permite concluir que la normativa sobre OPAs haya sido empleada como mecanismo de defensa de las empresas nacionales frente a posibles ofertas hostiles por parte de potenciales oferentes extranjeros. Más allá de la opción del regulador por dicho modelo de OPA, o incluso del hecho de que en algún breve periodo temporal se llegase a permitir que las ofertas pudiesen quedar condicionadas a la autorización de las autoridades de Defensa de la Competencia españolas pero no a la autorización de las autoridades comunitarias –lo que *de facto* implicaba una discriminación a favor de potenciales oferentes españoles–, lo cierto es que las medidas de corte defensivo adoptadas por los diferentes gobiernos se han articulado normalmente a través de normativa de corte sectorial –como la adopción de las denominadas "*golden shares*", la denominada «Ley Rato»[510] o la Función Decimocuarta de la CNE[511]– y no a través de la redacción o interpretación de la normativa en materia de OPAs.

[510] Disposición Adicional Vigésima Séptima de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de medidas fiscales, administrativas y del orden social.

[511] Real Decreto-ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de Energía.

Por el contrario, sí que es posible defender el importante peso que en materia de ofertas públicas de adquisición, tanto en su interpretación como en sus reformas, ha tenido el sector eléctrico.

Si bien es evidente, como no podía ser de otro modo, que la Directiva europea es la principal impulsora de la normativa sobre OPAs en España tras la reforma llevada a cabo en el año 2007, no es posible dejar de destacar los importantes aspectos en que dicha normativa es deudora de la experiencia vivida en el sector eléctrico, con especial mención a las batallas por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico y por el control de Endesa.

La batalla sobre el control de Hidrocantábrico es clave para entender algunas de las reformas en materia de OPAs –fundamentalmente en la importante revisión llevada a cabo en el año 2003– en aspectos tan relevantes como el de ofertas competidoras, donde tras mostrarse la ventaja evidente con la que contaba el primer oferente, se estableció un modelo de sobres cerrados con el objeto de eliminar dicha ventaja. A pesar de ello los fallos observados en la posterior batalla por Endesa en el régimen de ofertas competidoras llevó a nuevas reformas del mismo ya en el año 2007. También dentro de esta misma materia lo sucedido con Hidrocantábrico fue relevante en la reforma sobre la cuantía de la mejora –flexibilizándose y eliminándose la necesidad de que la mejora fuese de un 5%–; o en el hecho de que se reformase la normativa en el año 2003 para explicitar que «en ningún caso se produce una mejora cuando la efectividad de la oferta quede condicionada a su aceptación por un número mayor de valores que la última precedente», tal y como había pretendido Ferroatlántica con anterioridad. Si bien no es tan relevante, hay por último que señalar la influencia que dicha batalla, y más en concreto, el desistimiento de *Texas Utilities*, tuvo en la reforma sobre el momento para anunciar el desistimiento de una oferta al aparecer una competidora.

Las ofertas condicionadas en España son un elemento clave que es también deudor de la polémica generada por la negativa de la CNMV a autorizar la oferta inicial lanzada por *Texas Utilities* y lo sucedido con posterioridad. En el año 2003 se reformaba el Real Decreto 1197/1991, con el objeto de permitir algunos supuestos de oferta condicionada. Hasta ese momento la CNMV sólo permitía condicionar la oferta a la aceptación de un mínimo de accionistas o la aprobación por las autoridades de la competencia. Tras la reforma, el elenco de condiciones se amplió para permitir el sometimiento de la OPA «a condiciones cuyo cumplimiento implica la adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada».

Otro elemento importante alterado a tenor de lo sucedido con Hidrocantábrico[512] fue la modificación de la Ley de Defensa de la Competencia, que implicaba una reforma –«indirecta» en palabras de Zurita– de la legislación en los plazos de las OPAs, al pasar a impedir que en una OPA autorizada por la CNMV se pudiesen publicar los anuncios ni comenzar los plazos de aceptación hasta que recayese resolución expresa o tácita de las autoridades de la competencia. También es importante destacar al objeto de esta tesis, tal y como se ha mencionado con anterioridad, la diferencia con la que se trataba a un oferente extranjero frente a un oferente nacional. En este sentido, mencionaba MARTÍN (2007)[513] al respecto de la reforma de 2003 sobre las OPAs condicionadas, cómo la normativa «olvidó o no quiso incluir en el catálogo la condición de la autorización de la operación por los órganos de Defensa de la Competencia comunitarios. Se perpetuaba así un absurdo histórico: si una OPA tenía dimensión española, el opante podía condicionar la OPA a la luz verde de Madrid. Con dimensión comunitaria el opante se la jugaba».

[512] Ya que Unión Fenosa, tras recibir muchas aceptaciones por parte de accionistas, tuvo que desistir de su OPA ante la oposición a la misma por parte del Gobierno por problemas en materia de competencia.

[513] MARTÍN, T. (2007). "*OPAs bajo condición en el nuevo régimen*". IE Law School. Madrid: Cátedra José María Cervelló.

También relevante, aunque sin llegar a motivar cualquier cambo regulatorio al respecto fue la amortización, ya en el año 2006, de las escasas acciones que tras la OPA de exclusión del año 2002 permanecían en manos de accionistas minoritarios en lo que se vino a denominar "*squeeze-out*" a la española por la doctrina. Dicha operación es interesante por su peculiaridad como mecanismo para permitir la compra de todas las acciones en manos de accionistas minoritarios bajo la normativa anterior a la trasposición de la Directiva europea. Es relevante señalar, en cualquier caso, que la adopción por parte de la normativa española de la figura del "*squeeze-out*", tal y como la conocemos, se produjo en España en el año 2007, obedeciendo a la trasposición de la Directiva europea.

Otro elemento que si bien no implicó plasmación alguna en la normativa posterior tuvo un amplio tratamiento doctrinal fue la suspensión de derechos políticos en el caso de accionistas que incursos en la obligación de lanzar una OPA obligatoria no lo habían hecho. En esta situación se situaron *Electrabel* y *Texas Utilities* tras concertar la compra de un paquete relevante de acciones, dando pie una discusión doctrinal que si bien no era nueva, se intensificó a raíz de la situación creada tras incoar la CNMV un expediente sancionador a ambas empresas. A pesar de ello y de que dicha situación dio lugar a dos relevantes autos de la Audiencia Nacional, lo cierto es que incluso con las importantes reformas posteriores de la normativa sobre OPAs, en materia de suspensión de derechos políticos la normativa apenas ha sido alterada, continuando viva en cierto modo la polémica doctrinal sobre el carácter civil o administrativo de dicha sanción.

Junto a la batalla por Hidrocantábrico, es relevante destacar las importantes consecuencias que tuvo otra batalla por el control de una compañía eléctrica. La lucha por el control de Endesa entre los años 2005 y 2007 es clave para entender algunas de las opciones del legislador en la importante reforma en la materia impulsada por la normativa comunitaria y que tuvo su plasmación en el Real Decreto 1066/2007.

Tras la larga y enconada batalla entre los diferentes contendientes que lucharon por el control de la compañía española entre los años 2005 y 2007, el regulador acabó modificando nuevamente y de forma radical el modelo de ofertas competidoras. Muchos fueron los cambios en esta materia en la reforma del año 2007, siendo evidente la influencia de la batalla por Endesa. Aspectos como alargar los plazos para la presentación de la oferta –para evitar situaciones como en el caso Endesa en el que ENEL y Acciona no podían lanzar una OPA competidora al haberse agotado los plazos para ello–; la garantía de igualdad informativa –consecuencia de una polémica que si bien se había visto ya en casos precedentes como Filo, Parques Reunidos o Banco Zaragozano, entre otras, tuvo su cenit en la OPA de E.ON sobre Endesa–; la imposibilidad de anuncio de una OPA futura competidora –y voluntaria, evidentemente– fuera del plazo para presentar ofertas competidoras «hasta que no haya finalizado el plazo de aceptación de las precedentes»; la posibilidad expresa de poder comprar acciones por un oferente durante todo el proceso –si bien en la normativa anterior era permitido, lo cierto es que la CNMV cercenaba esta posibilidad obligando a las compañías en el folleto a comprometerse a no hacerlo–; la posibilidad de anunciar mejoras en el precio antes del proceso de sobres; o la posibilidad de que en caso de desistimiento de todas las ofertas menos una no fuese necesario presentar una última oferta en sobre cerrado sino que se aplique lo establecido en el caso de no haber ofertas competidoras, son claros ejemplos de la importancia vital que la batalla por el control de Endesa tuvo en esta materia.

Otra materia en la que dicha batalla fue de notable influencia posterior es en lo referente a medidas defensivas adoptadas por el Consejo de Administración. La hostilidad con la que el Consejo de Administración de Endesa recibió la oferta inicial de Gas Natural hizo de ésta un campo de pruebas obvio sobre la normativa española –si bien es importante subrayar la influencia que sin duda alguna tuvo la Directiva europea a pesar de no estar en ese momento transpuesta al Derecho español–.

En materia de medidas defensivas es posible ver aspectos como la búsqueda de ofertas competidoras; la judicialización del proceso, el pago de dividendos extraordinarios, una agresiva política de "*marketing*" o la intervención de la Junta General. Todos ellos eran elementos relevantes que en muchos casos si bien no eran totalmente novedosos en la *praxis* española, por la importancia de Endesa y por la virulencia del proceso tuvieron gran eco en la doctrina y en la normativa posterior.

Cabe ver además entre las reformas regulatorias posteriores influenciadas por Endesa aspectos como la inclusión en el artículo 28.1.b) del Real Decreto 1066/2007 de la apostilla «como incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores», clara influencia de la carta remitida por el presidente de la CNMV al presidente de Endesa recordándole el deber de pasividad ; la reforma del modelo de trámite de admisión; o la revocabilidad de las declaraciones de aceptación de la oferta en cualquier momento frente a la irrevocabilidad del modelo anterior.

A pesar de la importancia de las batallas por Hidrocantábrico y por Endesa, no es posible dejar de mencionar otros casos en los que el sector eléctrico ha tenido un papel relevante a la hora de poner a prueba la normativa en materia de OPAs. Así cabe ver, entre otros, el caso de la OPA por un 10% de Unión Fenosa lanzada por ACS en el año 2006 con el objeto de alcanzar el 34,5% de su capital. Si bien dicha operación no tuvo influencia directa en la regulación posterior, fue paradigmática en lo que concierne a la visión unitaria del concepto de control en materia de OPAs y en materia de Defensa de la Competencia, una vez que dicha adquisición fue considerada como de control por las autoridades de la competencia pero irrelevante en materia de OPAs –más allá de la OPA por el 10% lanzada por ACS de acuerdo con la legislación vigente en ese momento-.

Con anterioridad, la oferta que tuvieron que lanzar Endesa y Unión Fenosa sobre Saltos del Nansa –una de las primeras OPAs que tuvo que analizar

la recién creada CNMV–, fue también relevante en materia de concertación, considerándose que existía concierto en la operación de compraventa de un paquete significativo y obligándose a ambas empresas a lanzar conjuntamente una OPA posterior por un 25,2%.

CONCLUSIONES

Primera. El objetivo más o menos explícito de los diferentes gobiernos de la nación de mantener unas empresas eléctricas –energéticas en general– sólidas y con la capacidad y los recursos necesarios para competir en un mercado europeo integrado no ha condicionado la propia normativa e interpretación en materia de OPAs.

Si bien es cierto que la opción del legislador español hasta épocas recientes a favor de un modelo de OPA parcial –frente a un modelo de OPA total– parece haber venido condicionada por el deseo de que los posibles cambios de control –dentro del proceso de concentración que se preveía necesario ya en la década de los ochenta en sectores clave como podían ser el eléctrico o el bancario– fuesen asequibles para las empresas españolas, con menor capacidad financiera *a priori* que otros potenciales competidores internacionales; en general, las medidas de carácter «nacionalista» e intervencionista de los diferentes gobiernos se han articulado normalmente a través de normativa de corte sectorial –como la adopción de las denominadas "*golden shares*", la denominada «Ley Rato» o la Función Decimocuarta de la CNE– y no a través de la redacción o interpretación de la normativa en materia de OPAs.

Segunda. En materia de OPAs la Directiva europea ha sido la principal fuente inspiradora de la normativa española, como no podía ser de otra forma, y así la elección de un modelo de OPA obligatoria *a posteriori,* o aspectos tan relevantes como el deber de pasividad o neutralidad, la denominada "*full-disclosure rule*", la información a los trabajadores o la neutralización, entre otros, son elementos clave de la normativa española claramente deudores de la normativa europea –algunos de ellos con influencia evidente en materia de «intervencionismo» o «defensa de los intereses nacionales»–. Y dicha influencia es incluso anterior a la transposición de la Directiva 2004/25/CE. Los diferentes proyectos y borradores anteriores a dicha norma también ejercieron, si bien de

forma más limitada, una influencia más o menos marcada en la normativa española anterior al año 2007.

A pesar de dicha influencia, el sector eléctrico ha tenido una notable influencia en la evolución de la normativa española en materia de OPAs, fundamentalmente a raíz de lo sucedido en las batallas por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico y de Endesa. Mientras que la primera batalla fue fundamental para entender la reforma legal llevada a cabo en el año 2003, la batalla por Endesa es imprescindible para entender muchas de las opciones normativas adoptadas por el legislador en el año 2007, más allá de los cambios debidos a la mera transposición de la Directiva 2004/25/CE.

Si bien en el presente trabajo se ha tratado de acotar la influencia de la casuística en la normativa española sobre OPAs frente a aquellos cambios cuyo origen se encuentra en la normativa europea y su necesaria transposición, la influencia en la elaboración de la propia Directiva 2004/25/CE de casos concretos pero de carácter paneuropeo, del sector eléctrico u otros, a lo largo de las diferentes propuestas que acabaron dando lugar al texto final es un campo interesante para futuras investigaciones académicas. La influencia del *City Code* inglés sobre la Directiva europea ha sido ampliamente estudiada ya por la doctrina, tanto europea como incluso española. Sin embargo, la influencia de la casuística no ha sido analizada de forma sistemática en la misma medida. Y ello a pesar de casos evidentes como, por ejemplo, el impacto que la oferta de la empresa de telecomunicaciones británica *Vodafone* sobre la alemana *Mannesmann* tuvo sobre el modelo final adoptado en la Directiva en materia de medidas defensivas.

Tercera. La batalla para obtener el control de Hidroeléctrica del Cantábrico es clave para entender algunas de las reformas en materia de OPAs, articuladas en su mayoría en la importante revisión llevada a cabo en el año 2003. En primer lugar cabe destacar la reforma de las de ofertas competidoras. Tras

mostrarse en la batalla por la empresa cántabra la ventaja evidente con la que contaba el primer oferente, Ferroatlántica, el legislador decidió establecer un modelo de sobres cerrados con el objeto de eliminar dicha ventaja.

Si bien no goza de la misma relevancia, cabe también señalar en esta materia la influencia que dicha batalla, y más en concreto, el desistimiento de *Texas Utilities*, tuvo en la reforma sobre el momento para poder desistir de una oferta al aparecer una OPA competidora posterior, al ser alterado en el año 2003 el artículo 36 del Real Decreto 1197/1991.

Cuarta. Las ofertas condicionadas en España son otro elemento clave cuya modificación trae también causa de la polémica generada por la negativa de la CNMV a autorizar la oferta inicial –y condicionada– anunciada por *Texas Utilities* y lo sucedido con posterioridad. Tras la polémica generada, incluso a nivel doctrinal, en el año 2003 se reformaba el Real Decreto 1197/1991, con el objeto de permitir algunos supuestos de oferta condicionada. Hasta ese momento la CNMV sólo permitía condicionar la oferta a la aceptación de un mínimo de accionistas o a la aprobación por parte de las autoridades de la competencia. Tras la reforma, el elenco de condiciones se amplió para permitir el sometimiento de la OPA «a condiciones cuyo cumplimiento implica la adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada».

Quinta. Otro elemento importante reformado a tenor de lo sucedido con Hidroeléctrica del Cantábrico fue en materia de plazos, con el objeto de alinear los plazos establecidos en la normativa de OPAs con aquellos establecidos en la normativa sobre Defensa de la Competencia. Hasta ese momento la revisión de la operación por las autoridades de Defensa de la Competencia no alteraba en nada el proceso seguido por la OPA. Si antes de finalizar el periodo de aceptación el gobierno se oponía a la operación, el oferente era obligado a desistir, pero en el caso de no haber pronunciamiento alguno, el oferente podía desistir de su oferta. Tras los problemas surgidos por la falta de coordinación entre ambas normativas

en la OPA de Unión Fenosa sobre Hidroeléctrica del Cantábrico, ya en el año 2000 se acometió una reforma de la Ley de Defensa de la Competencia, que implicaba un cambio sustancial de la legislación en materia de plazos de las OPAs, al impedirse que en una OPA autorizada por la CNMV se pudiesen publicar los anuncios preceptivos ni comenzar los el periodo de aceptación hasta que recayese resolución expresa o tácita de las autoridades de competencia.

Sexta. Como consecuencia de la larga y enconada batalla entre los diferentes contendientes que lucharon por el control de Endesa entre los años 2005 y 2007, el regulador acabó modificando nuevamente –tras la reforma del año 2003 consecuencia de la batalla por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico– y de forma radical el modelo de ofertas competidoras. Como ejemplos claros de la importancia que en esta materia tuvo la batalla por el control de Endesa podemos enumerar elementos relevantes de la normativa aprobada en el año 2007 como:

a) Alargar los plazos para la presentación de la oferta competidora –para evitar situaciones como en el caso Endesa, en el que ENEL y Acciona no podían lanzar una OPA competidora al haberse agotado los plazos para ello–.

b) La garantía de igualdad informativa entre los diferentes competidores –consecuencia de una polémica que si bien se había visto ya en casos precedentes como Filo, Parques Reunidos o Banco Zaragozano, entre otras, tuvo su cenit en la OPA de E.ON sobre Endesa–.

c) La imposibilidad de anuncio de una OPA futura competidora –y voluntaria, evidentemente– fuera del plazo para presentar ofertas competidoras «hasta que no haya finalizado el plazo de aceptación de las precedentes».

d) La posibilidad expresa de poder comprar acciones por un oferente durante todo el proceso –si bien en la normativa anterior era permitido, lo cierto es que la CNMV cercenaba esta posibilidad obligando a las compañías en el folleto a comprometerse a no hacerlo–.

e) La posibilidad de anunciar mejoras en el precio antes del proceso de sobres.

f) O la posibilidad de que en caso de desistimiento de todas las ofertas menos una, no fuese necesario que este único oferente final tuviese que presentar una última oferta en sobre cerrado sino que, siendo así, se aplicase el procedimiento establecido en el caso de que no existiesen ofertas competidoras.

Séptima. Otro aspecto en el que la batalla por Endesa fue de notable influencia posterior es en lo referente a medidas defensivas adoptadas por el órgano de gobierno de la sociedad objeto de la oferta. La hostilidad con la que el Consejo de Administración de Endesa recibió la OPA anunciada por Gas Natural y la batería de medidas con las que respondió a dicho anuncio pusieron a prueba la normativa española en esta materia –si bien es importante subrayar la influencia que sin duda alguna tuvo la Directiva 2004/25/CE a pesar de no estar en ese momento aún transpuesta al Derecho español–.

En materia de medidas defensivas destaca la influencia del sector eléctrico en aspectos como:

a) La búsqueda de ofertas competidoras.

b) La judicialización del proceso.

c) El pago de dividendos extraordinarios.

d) El empleo de políticas agresivas de "*marketing*".

e) o la intervención de la Junta General.

Todos ellos eran elementos relevantes que, en muchos casos, si bien no eran totalmente novedosos en la *praxis* española, por la importancia de Endesa y por la virulencia del proceso tuvieron gran eco en la doctrina y en la normativa posterior.

Octava. Entre las reformas regulatorias posteriores influenciadas por Endesa, destacan también aspectos casi anecdóticos como la inclusión en el artículo 28.1.b) del Real Decreto 1066/2007 de la apostilla «como incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores», clara influencia de la carta que durante la batalla por el control de Endesa había sido enviada por el presidente de la CNMV al presidente de la empresa eléctrica española recordándole el deber de pasividad. También es posible señalar la reforma del modelo de trámite de admisión (artículo 17 del Real Decreto 1066/2007) o la revocabilidad de las declaraciones de aceptación de la oferta en cualquier momento frente a la irrevocabilidad establecida en la normativa previa (artículo 34).

Novena. A pesar de la importancia de las batallas por el control de Hidroeléctrica del Cantábrico y de Endesa, no es posible dejar de mencionar otros casos en los que el sector eléctrico ha tenido un papel relevante a la hora de poner a prueba la normativa en materia de OPAs. La OPA por un 10% de Unión Fenosa lanzada por ACS en el año 2006 con el objeto de alcanzar el 34,5% de su capital, si bien no tuvo influencia directa en la regulación posterior, fue paradigmática en lo concerniente a la visión unitaria del concepto de control en materia de OPAs y en materia de Defensa de la Competencia, una vez que dicha adquisición fue

considerada como «de control» por las autoridades de la competencia a pesar de resultar irrelevante en materia de OPAs –más allá de la OPA por el 10% lanzada por ACS de acuerdo con la legislación vigente en ese momento–.

Con anterioridad, la oferta que tuvieron que lanzar Endesa y Unión Fenosa sobre Saltos del Nansa –una de las primeras OPAs que tuvo que analizar la recién creada CNMV–, fue también relevante en materia de concertación, considerándose que existía concierto en la operación de compraventa de un paquete significativo y obligándose a ambas empresas a lanzar conjuntamente una OPA posterior por un 25,2%.

Décima. La notable influencia del sector eléctrico en materia de OPAs está básicamente relacionada con dos factores clave que hasta cierto punto son característicos del sector en España. En primer lugar, en el periodo estudiado el sector experimentó un importante proceso de concentración, pasando de catorce empresas en 1990 a sólo cinco grandes empresas en el año 2009, algunas de las cuales controladas por grupos extranjeros que a inicios de los años noventa eran completamente ajenos al mercado español. Las principales empresas resultantes tras dicho proceso fueron Endesa, controlada por ENEL; Electra de Viesgo, controlada por E.ON; Hidroeléctrica del Cantábrico, controlada por el grupo portugués *Energías de Portugal*); Iberdrola; y Gas Natural, tras comprar Unión Fenosa. En segundo lugar, es importante subrayar el hecho de que gran parte de las empresas eléctricas objeto del mencionado proceso de concentración cotizaban en los diferentes mercados de valores nacionales. Ello obligó a que dicho proceso de concentración se articulase en gran medida a través de diferentes OPAs. El mercado español fue testigo de diecisiete OPAs relacionadas con el sector eléctrico en el periodo 1990-2007, a lo que habría que añadir dos operaciones que fueron retiradas antes de ser aprobadas por la CNMV.

BIBLIOGRAFÍA

ABELLA, J. (1993). "¿OPAs sucesivas o competidoras? a propósito de una polémica reciente". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (49), pp. 87-100.

AECA. (1999). "Estrategia empresarial: modelo dinámico del proceso estratégico". Documento número 9, AECA.

AGNELLET, P. (1989). "OPA et strategies anti-OPA: une approche internationale". Paris: Eska.

AGOSTI, L., PADILLA, J. y REQUEJO, A. (2007). "El mercado de generación eléctrica en España: estructura, funcionamiento y resultados". *Economía industrial* (364), pp. 21-23.

AGUIAR, I., SANTANA, D. y DÍAZ, N. (2008). "Estructura de propiedad y dividendos en España". Revista de economía financiera (14), pp. 74-102.

AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J. (1993). "Artículo 21. Irrevocabilidad de la oferta". En SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (Vol. II, pp. 475-500). Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil.

AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J. (2009a). "Artículo 30. Irrevocabilidad y condiciones de la oferta". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 711-719). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J. (2009b). "Artículo 31. Modificación de las características de la oferta". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 719-729). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J. (2009c). "Artículo 32. Limitación de la actuación del oferente". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 729-743). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J. (2009d). "Artículo 33. Desistimiento y cese de efectos de la oferta". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 744-762). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

ALCALDE, N. y ESPITIA, M. (2001). "El mercado pera el control de sociedades en España. Características y evolución durante el periodo 1990-1998". *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española* (2682), pp. 9-22.

ALFARO, J. (2009). "Las autoridades de competencia nacionales ante los sectores regulados: la aplicación de la Ley de Defensa de la Competencia al sector de la

energía. La coordinación entre los organismos reguladores". En Varios, "*Tratado de regulación del sector eléctrico*" (Vol. I, pp. 457-478). Madrid: Thomson Aranzadi.

ALFARO, J. (2010). "El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 475-492). Valencia: Tirant lo blanch.

ALONSO UREBA A. (Coord.). (1994). "Derecho de sociedades anónimas (Libro homenaje al profesor José Girón Tena)". Madrid: Civitas.

ALONSO UREBA A. (1992). "Incidencia en el régimen sobre ofertas públicas de adquisición del Derecho comunitario sobre control de operaciones de concentración". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 259-300). Bilbao: Editorial Deusto.

ALONSO UREBA, A. y PALÁ LAGUNA, R. (2002). "La posición común de la Unión Europea en materia de OPAs (hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 2471-2598). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

ÁLVAREZ, E. (1997). "Economía industrial del sector eléctrico: estructura y regulación". Madrid: Biblioteca Civitas Economía y Empresa.

ÁLVAREZ, J. M. y CARRASCO, A. (. (2004). "*Fusiones y adquisiciones de empresas*". Madrid: Thomson Aranzadi.

ANDREEVA, V. (2009). "El control societario como punto de conexión entre la oferta pública de adquisición y la operación de concentración". *Revista Electrónica de Estudios Internacionales* (17).

ANES, G., FERNÁNDEZ, S. y TEMBOURY, J. (2001). "*Endesa en su historia (1944-2000)*". Madrid: Fundación Endesa.

APARICIO, C. (2007). "Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas". Monografía nº 20, CNMV, Madrid.

ARAGÓN, M. (2009). "Del Estado intervencionista al Estado regulador". En Varios, "*Tratado de regulación del sector eléctrico*" (Vol. I, pp. 27-48). Madrid: Thomson Aranzadi.

ARANCETA, J. (1984). "Estructura financiera del sector eléctrico". *Economía industrial* (237), pp. 97-112.

ARANOW, E., EINHORN, H. y BERLSTEIN, G. (1977). "*Developments in tender offers for corporate control*". New York: Columbia University Press.

ARANZADI, C. (2009). "La singularidad económica del sector eléctrico". En Varios, "*Tratado de regulación del sector eléctrico*" (Vol. II, pp. 99-120). Madrid: Thomson Aranzadi.

ARANZADI, C., NADAL, M. y VIVES, F. (Dir.) (2008). "El papel de las instituciones públicas en las operaciones de control corporativo nacionales y transnacionales". *Papeles de la Fundación* (23).

ARIÑO, G. (1996a). "Estructura empresarial y organización de la competencia en el sector eléctrico español". Madrid: Working Paper nº23.

ARIÑO, G. (2006a). "El sector eléctrico: ¿dónde estamos? ¿a dónde vamos?". En ARIÑO, G. (Dir.), "*Energía en España y desafío europeo. Seguridad, concentración empresarial, competencia, regulación*" (pp. 261-297). Granada: Biblioteca Comares de ciencia jurídica. Fundación de Estudios de Regulación.

ARIÑO, G. (2006b). "Privatizaciones y liberalizaciones energéticas: Balance de situación". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 461-482). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

ARIÑO ORTIZ, G. y ARIÑO SÁNCHEZ, R. (2002). "OPAs de exclusión: procedimiento administrativo y responsabilidad patrimonial de la Administración". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 2599-2623). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

AROZENA, P. y CASTRO, F. (2000). "La liberalización de sectores regulados". *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española* (2640), pp. 27-36.

ARPÓN DE MENDÍVIL, A. y ALONSO, R. (2004). "Adquisiciones y derecho de la competentcia". En ÁLVAREZ, J. M. y CARRASCO, A. (Dir.), "*Fusiones y adquisiciones de empresas*" (pp. 691-773). Madrid: Thomson Aranzadi.

ARRANZ PUMAR, G. (1992). "El proyecto de Directiva sobre ofertas públicas de adquisición y la normativa española. Un enfoque de Derecho Comparado". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 62-75). Bilbao: Editorial Deusto.

ARROYO, A. (2009). "Las OPAs competidoras". En BENEYTO, J., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 703-740). Barcelona: Bosch.

ARRUÑADA, B. (1990). "*Control y regulación en la sociedad anónima*". Madrid: Alianza Editorial.

ARRUÑADA, B. (1992). "Crítica a la regulación de OPAs". *Revista de Derecho Mercantil* (203-204), 29-67.

ARRUÑADA, B. y CASARI, M. (2007). "*How Enforcement Institutions Affect Markets*",. Purdue University, Department of Economics. Economic Working Papers 1200.

ATIENZA, L. y DE QUINTO, J. (2003). "*Regulación para la competencia en el sector eléctrico español*". Madrid: Fundación Alternativas.

BACIGALUPO, M. (2009). "Electricidad, servicio público y mercado". En Varios, "*Tratado de regulación del sector eléctrico*" (Vol. I, pp. 87-10). Madrid: Thomson Aranzadi.

BARGERON, L. (2007). "*The Information Content of Shareholder Tender Agreements*". University of Pittsburgh. Working Paper.

BARTLETT, C. (1986). "Building and Managing the Transnational: the New Organizational Challenge". En PORTER, M., "*Competition in Global Industries*" (pp. 367-401). Boston: Harvard Business School Press.

BARTLETT, S. y GHOSHAL, C. (1989). "*Managing Across Borders: The Transnational Solution*". Boston: Harvard Business School Press.

BARTOLOMÉ, I. (2007). "La industria eléctrica en España (1890-1936)". *Estudios de Historia Económica* (50).

BASALDUA, N. (1990). "Vers une harmonisation communautaire des offres publiques d'acquisition". *Revue pratique des Sociétés Civiles et Commerciales* (6551), pp. 234-273.

BEATO, P. (2005). "La liberalización del sector eléctrico en España: ¿un proceso incompleo o frustrado?". *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía* (826), 259-281.

BEBCHUK, L. (1990). "*Corporate Law and Economic Analysis*". Cambridge: Cambridge University Press.

BEBCHUK, L. (2005). "The Case for Increasing Shareholder Power". *Harvard Law Review , 118*, pp. 833-917.

BEBCHUK, L. y HART, O. (2002). "*Takeover Bids vs. Proxy Fights in Contest for Corporate Control*". European Corporate Governance Institute. Bruselas: Finance Working Paper nº4.

BECHT, M. (2003). "*Reciprocity in Takeovers*". European Corporate Governance Institute. Bruselas: Law Working Paper nº14.

BECKER, F. (2009). "Calidad institucional y regulación económica". En Varios, "*Tratado de regulación del sector eléctrico*" (Vol. II, pp. 25-42). Madrid: Thomson Aranzadi.

BEL, G. y COSTAS, A. (2006). "Liberalización de los mercados y concentración empresarial". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al*

mercado. CNE, diez años en perspectiva" (pp. 483-506). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

BENEYTO, J. M. y PUENTE, J. (2005). "Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado". Universidad San Pablo-CEU, Instituto de Estudios Europeos,. Madrid: Documentos de trabajo nº2.

BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (2009). "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*". Barcelona: Bosch.

BERGLOF, E. y BURKART, M. (2003). "European takeover regulation". *Economic Policy* , pp. 171-213.

BERLE, A. y MEANS, G. (1932). "*The Modern Corporation and Private Property*". New York: MacMillan.

BLÁZQUEZ, L. y GRIFELL, E. (2004). "*Regulación de la Distribución Eléctrica en España: Análisis Económico de una Década, 1987-1997*". Universitat Autònoma de Barcelona, Departament d'Economia de l'Empresa. Barcelona: Documents de Treball nº1.

BLANCO, J. (1982). "Las ofertas públicas de adquisición de valores mobiliarios en el Derecho español". *L'informazione societaria*, pp. 529-551.

BOLKESTEIN, F. (2003). "Un marco europeo para las ofertas públicas de adquisición". *Revista Iberoamericana del Mercado de Valores* (9), pp. 5-25.

BOLKESTEIN, F. (2005). "The Capital Markets Directives". *European Company Law , 2* (1), 4-8.

BONELL, R. (2010). "*Manual de OPAS*". Madrid: Difusión Jurídica y Temas de Actualidad.

BUENO, E. (1996). "Dirección estratégica de la empresa". Madrid: Pirámide.

BURKART, M. (1995). "Initial Shareholdings and Overbidding in Takeover Contests". *The Journal of Finance* (5), pp. 1491-1515.

BURKART, M. (1999). "*The economics of takeover regulation*". Stockholm School of Economics. Estocolmo: Documento de trabajo.

BURKART, M. y PANUNZI, F. (2003). "*Mandatory Bids, Squeeze-out, Sell-out and the Dynamics of the Tender Offer Process*",. European Corporate Governance Institute. Bruselas: Law Working Paper 10/2003.

BURKART, M., GROMB, M. y PANUNZI, F. (2000). "Agency conflicts in public and negotiated transfers of corporate control". *The Journal of Finance , II* (55), pp. 647-677.

BURKART, M., GROMB, D. y PANUNZI, F. (2006). "Minority Blocks and Takeover Premia". *Journal of Institutional and Theoretical Economics , I* (162), pp. 32-49.

BUSTILLO SAIZ, M. M. (2006a). "Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la «doctrina de la acción de oro» (primera parte)". *Revista de Derecho Mercantil* (259), pp. 7-54.

BUSTILLO SAIZ, M. M. (2006b). "Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la «doctrina de la acción de oro» (segunda parte)". *Revista de Derecho Mercantil* (260), pp. 457-510.

CÁMARA, P. (2000). "Defensive measures adopted by the board: Current European trends". *Campany Law reform in OECD countries – A Comparative Outlook of Current Trends.* Estocolmo.

CACHÓN, J. E. (1993). "*Derecho del mercado de valores*". Madrid: Dykinson.

CACHÓN, J. E. (1994). "El régimen jurídico de la sociedad anónima cotizada en bolsa de valores". *Actualidad civil* (4), pp. 843-873.

CALERO, P. (2000). "La aparición de los costes de transición a la competencia en la reestructuración de los sistemas eléctricos: el caso español". *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española* (2622), pp. 21-34.

CANDELARIO, M. (2009). "Las sociedades cotiadas: elementos específicos". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 91-158). Barcelona: Bosch.

CANTOS, F., IZA, A. y FRANCO, D. (2002). "Legislación de control de concentraciones y OPAs: reflexiones a favor de una nueva reforma". *Gaceta jurídica de la Unión Europea y de la competencia* (221), pp. 94-101.

CARBAJALES, M. (2006). "La regulación del mercado financiero. Hacia la autorregulación del mercado de valores". Madrid: Marcial Pons.

CARVAJAL, J. y FERNÁNDEZ-RAÑADA, C. (2010). "Contraprestación y garantías de la oferta". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 299-316). Valencia: Tirant lo blanch.

CASTRO, F. (2000). "La demanda de electricidad de largo plazo: principales determinantes en un marco regulado y repercusiones del proceso de liberación". *Información Comercial Española, ICE: Revista de economía* (783), pp. 119-131.

CASTRO, F. y RODRÍGUEZ, L. (1994). "Aspectos económicos de la configuración del sector eléctrico en España ¿una falsa competencia referencial?". *Cuadernos económicos de ICE* (57), pp. 161-183.

CLARKE, B. (2007). "*Takeover Regulation: Through the Regulatory Looking Glass*". CLPE. Research Paper 18/2007 Vol. III, nº4.

CNMV. (2001). "*Informe anual 2000*". Madrid.

CNMV. (2002). "*Informe anual 2001*". Madrid.

CNMV. (2003). "*Informe anual 2002*". Madrid.

CNMV. (2004). "*Informe anual 2003*". Madrid.

CNMV. (2005). "*Informe anual 2004*". Madrid.

CNMV. (2006). "*Informe anual 2005*". Madrid.

CNMV. (2007). "*Informe anual 2006*". Madrid.

CNMV. (2008). "*Informe anual 2007*". Madrid.

CNMV. (2009). "*Informe anual 2008*". Madrid.

CNMV. (2010). "*Informe anual 2009*". Madrid.

COASE, R. (1972). "Industrial Organization: A Proposal for Research". En FUCH, V. (Edit.), "*Policy Issues and Research Opportunities in Industrial Organization*" (pp. 59-73). Cambridge: National Bureau of Economic Research.

COATES, J. (2000). "Takeover Defenses in the Shadow of the Pill: A Critique of the Scientific Evidence". *Texas Law Review , 79* (2), pp. 271-382.

COHEN, L. (1990). "Why Tender Offers? The Efficient Market Hypothesis, the Supply of Stock, and Signalling". *The Journal of Legal Studies , 19* (1), pp. 113-143.

COLEGIO DE AGENTES DE CAMBIO Y BOLSA DE BARCELONA (1972). *Boletín Financiero del Servicio de estudios e Información* (41), pp. 2-12.

COMISIÓN PARA EL ESTUDIO DEL MERCADO DE VALORES (1978). "*Informe de la Comisión para el Estudio del Mercado de Valores*". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

COMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES (2005). "Special rights in privatised companies in the enlarged Union–a decade full of developments". Comission Staff Working Document, Bruselas.

CONDE VIÑUELAS, V. y GONZÁLEZ MOSQUEIRA, P. (2010). "La reforma del régimen de ofertas competidoras". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 557-592). Valencia: Tirant lo blanch.

CONSEJO DE ESTADO (1991). "*Dictamen del Consejo de Estado. Número de expediente 209/1991*". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

CONSEJO DE ESTADO (1999). "*Dictamen del Consejo de Estado. Número de expediente 3309/1999*". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

CONSEJO DE ESTADO (2003). "*Dictamen del Consejo de Estado. Número de expediente 948/2003*". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

CONSEJO DE ESTADO (2006). "*Dictamen del Consejo de Estado. Número de expediente 1551/2006*". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

CONSEJO DE ESTADO (2007). "*Dictamen del Consejo de Estado. Número de expediente 1505/2007*". Ministerio de Economía y Hacienda, Madrid.

CONTHE, M. (2007). "Discurso del Presidente de la CNMV ante la Comisión de Economía del Congreso (Madrid, 24 de abril de 2007)". CNMV.

CORAPI, D. (1972). "Le offerte pubbliche di acquisto nell'ordinamento dei paesi della Comunitá Europea". *Rivista del Diritto Commerciale , I* (593), pp. 291-328.

CÓRDOBA, M. (2003). "OPA: el control político de las sociedades cotizadas". Madrid: Thomson-Paraninfo.

COSTA, M. T. (2006). "Los retos del regulador en la consolidación del proceso de liberalización del sector eléctrico". *Economistas* (108), pp. 84-88.

CREW, M. y KLEINDORFER, P. (1986). "*The Economics of Public Utility Regulation*". Cambridge: The MIT Press.

CRUZ, J. (2002). "*Principios de regulación económica en la Unión Europea*". Instituto de Estudios Económicos, Madrid.

DAUNER LIEB, B. y LAMANDINI, M. (2002). "Nueva Propuesta de Directiva relativa a las ofertas públicas de adquisición y el establecimiento de unas reglas de juego uniformes con particular referencia a las recomendaciones formuladas por el Grupo de Expertos de alto nivel sobre Derecho de Sociedades creado por la Comisión Europea". Parlamento Europeo, Dirección General de Estudios, Estrasburgo.

DE CÁRDENAS, C. (1993). "Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición". Madrid: Civitas.

DE CÁRDENAS, C. (2008). "El precio equitativo en el nuevo sistema español de OPAs". *Revista de Derecho del Mercado de Valores* (2), pp. 383-401.

DE CÁRDENAS, C. (2009). "Supuestos excluidos de la obligación de formular opa por adquisición de control". *Revista de Derecho del Mercado de Valores* (5), pp. 201-219.

DE CARLOS, L. y DE CÁRDENAS, C. (1992). "Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una OPA". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (46), pp. 523-543.

DE CARLOS, L. y DE CÁRDENAS, C. (2005). "Directiva de OPAs". En OLCESE, A. y MARTÍN, M. (Dir.), "*Estudios sobre la reforma de los mercados financieros europeos*" (Vol. II). Madrid: Fundación de Estudios Financieros.

DE CARLOS, L. y GARCÍA-VILLARRUBIA, M. (2005). "La intervención de los accionistas en el procedimiento de autorización de OPAs de exclusión. Comentario

de la sentencia del Tribunal Supremo de 23 de mayo de 2005". *Revista de Derecho Mercantil* (258), pp. 1613-1640.

DE DIOS, L. (2010). "La OPA por toma indirecta o sobrevenida del control". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 85-114). Valencia: Tirant lo blanch.

DE LA QUADRA-SALCEDO, T. (2006). "Diez años de legislación energética en España". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 307-352). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

DE QUINTO, J. y VILLAFRUELA, L. (2007). "El mercado ibérico de electricidad en el contexto de los intercambios regionales en la UE". *Economía Industrial* (364), pp. 139-152.

DEL CAÑO, J. (2008). "Suspensión de derechos políticos en la normativa de OPAs". *Revista de Derecho de Sociedades* (30), pp. 195-228.

DEL CAÑO, J. (2009a). "Artículo 27. Suspensión de derechos políticos". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 558-612). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

DEL CAÑO, J. (2009b). "Artículo 49. Supervisión, inspección y sanción". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 993-1024). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

DEL CAÑO, J. (2009c). "Artículo 50. Deber de abstención". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 1025-1029). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

DEL CAÑO, J. (2010). "Aceptación y liquidación de la OPA". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 401-424). Valencia: Tirant lo blanch.

DEL GUAYO, I., LÓPEZ MILLA, J. y HANCHER, L. (2006). "Competencia y regulación : un análisis de la OPA de Gas Natural sobre Endesa". Valencia: DILEX.

DÍAZ MORENO, A. (2010). "La neutralización de las medidas de defensa anti-OPA". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 513-556). Valencia: Tirant lo blanch.

DÍAZ RUIZ, E. (2009). "La autorización de la OPA, informe del órgano de administración de la sociedad afectada y publicidad". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 545-584). Barcelona: Bosch.

DOMÍNGUEZ-ALCAHUD, J. y CANO, F. (2009). "Artículo 23. Plazo de aceptación". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs:*

Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio". (pp. 436-446). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

DUNNING, J. (1995). "Revisión del paradigma ecléctico en una época de capitalismo de alianzas". *Economía industrial , V* (305), pp. 15-32.

DUQUE DOMÍNGUEZ, J. (1994). "Introducción a la protección de los derechos del accionista frente a los acuerdos de la mayoría". En A. Alonso Ureba (Coord.), "*Derecho de sociedades anónimas (Libro homenaje al profesor José Girón Tena)*" (Vol. 2, pp. 29-84). Madrid: Civitas.

DURÁ, P. y PÉREZ-SOBA, I. (2005). "La amenaza de exclusión bursátil en una OPA ¿Un mecanismo de dilución de los derechos de propiedad?". Universidad Complutense de Madrid. Madrid: Documento de trabajo.

DURÁN, F. (1999). "*Estrategias genéricas de la empresa multinacional*". Universidad Autónoma de Madrid, Centro Internacional Carlos V. Madrid: Documento de trabajo.

DURBÁN, R. (1999). "La liberalización de los sectores eléctricos. La nueva regulación del sector eléctrico español". *Dyna , 74* (9), pp. 29-43.

DURBÁN, R. (2006). "El proceso de liberalización en los sectores de la electricidad y el gas natural. Las opciones de suministro para los consumidores: una visión del proceso". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 277-306). Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

EASTERBROOK, F. y FISCHEL, D. (1981). "The proper role of a target's management in responding to a tender offer". *Harvard Law Review , 94* (6), pp. 1161-1204.

EDELMAN, P. H. y THOMAS, S. T. (2003). *Voting Models, Corporate Elections and Takeover Bids*". Vanderbilt University Law School. Nashville: Law & Economica Working Paper 03-09.

EMBID, J. M. (1990). "Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control: las clausulas anti-OPA". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (39), pp. 535-548.

EMBID, J. M. (1994). "Garantías ofrecidas al oferente en la nueva regulación de OPAs. (Análisis del art. 11 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio)". En POLO DÍEZ, A. (Coord.), "*Estudios de Derecho bancario y bursátil (Homenaje a Evelio Verdera y Tuells)*" (pp.695-704). Madrid: La Ley-Actualidad.

EMBID, J. M. (2010). "OPAs, modificaciones estructurales y derechos de grupos". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 455-474). Valencia: Tirant lo blanch.

ESCOBAR, B. y GONZÁLEZ, J. (2005). "Repercusiones estratégicas y organizativas de la liberalización del sector eléctrico español: el caso del grupo Endesa". *Revista europea de dirección y economía de la empresa , 14* (1), pp. 171-190.

ESCRIBANO, R. (2010). "OPA y régimen sancionador (II): suspensión de derechos políticos". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 651-670). Valencia: Tirant lo blanch.

ESPEJO, C. (2001). "El proyecto de fusión de Endesa e Iberdrola y su desistimiento: apuntes sobre el sector eléctrico en España". *Nimbus: Revista de climatología, meteorología y paisaje* (7-8), pp. 51-66.

ESTEVAN DE QUESADA, C. (2002). "Tomas de control y medidas defensivas: la compra de acciones propias como defensa". Madrid: Aranzadi.

EUROPEAN COMMISSION (2012). "*Application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*". Bruselas: Report from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions.

FÚSTER, F. (1995). "Reestructuración y competencia en el sector eléctrico". *Economía industrial , II* (302), pp. 159-168.

FABRA, J. (2003a). "¿Liberalización o regulación? Un mercado para la electricidad". Madrid: Marcial Pons.

FABRA, N. (2003b). "Tacit collusion in repeated auctions: Uniform vs. discriminatory". *Journal of Industrial Economics , 51* (3), pp. 271-293.

FABRA, N. (2006). "El funcionamiento del mercado eléctrico bajo la ley del sector eléctrico". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 247-276). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Financial.

FABRA, N. (2007). "La electricidad: mercado, inversiones y garantía de suministro". *Economía industrial* (364), pp. 63-74.

FABRA, N. y TORO, J. (2005). "Price Wars and Collusion in the Spanish Electricity Market". *International Journal of Industrial Organization , 23* (3), pp. 155-181.

FABRA, N., VON DER FEHR, N. H. y HARBORD, D. (2006). "Designing electricity auctions". *Rand Journal of Economics , 37* (1), pp. 23-46.

FAMA, E. (1980). "Agency Problems and the Theory of the Firm". *The Journal of Political Economy , 88* (2), pp. 288-307.

FARRANDO, I. (2010a). "Los indicadores de la adquisición de control y el deber de formular una OPA obligatoria". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 71-84). Valencia: Tirant lo blanch.

FARRANDO, I. (2010b). "El régimen de excepciones al deber de formular una OPA obligatoria". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 153-182). Valencia: Tirant lo blanch.

FERNÁNDEZ BLANCO, M. y BAIXAULI, J. (2007). "Asimetría y compras significativas de acciones: una nota empírica". *Análisis Financiero* (104), pp. 46-53.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (2007). "Los mecanismos contractuales de facilitación y garantía en las operaciones de cesión del control de la sociedad cotizada". *Revista de Derecho de Sociedades* (29), pp. 91-137.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (2009a). "Artículo 40. Definición". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 803-837). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (2009b). "Artículo 41. Autorización de la oferta competidora". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 838-861). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (2009c). "Artículo 42. Condiciónes de la oferta competidora". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 862-897). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (2009d). "Artículo 43. Declaraciones de aceptación de las ofertas competidoras". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 897-899). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (2009e). "Artículo 44. Plazo de aceptción de las ofertas competidoras". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 900-903). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (2009f). "Artículo 45. Desistimiento y modificación de las ofertas competidoras". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 903-924). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

FERNÁNDEZ DE ARAOZ, A. (2009g). "Artículo 46. Igualdad informativa". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 925-955). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

FERNÁNDEZ DE LA BUELGA, L., ESCANCIANO, L. y RIESGO, P. (1995). "Cambios regulatorios en el sector eléctrico e implicaciones estratégicas y organizativas". *Economía industrial , II* (302), pp. 87-99.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (1994a). "Oferta pública de adquisición y fusión de sociedades". *Revista de Derecho de Sociedades* (3), pp. 242-255.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (1994b). "Suspensión de los derechos políticos de las acciones adquiridas sin promover una OPA". *Revista de Derecho de Sociedades* (3), 256-259.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2005). "Alcance y significado de la passivity rule tras la aprobación de la Directiva 2004/251/CE". *Revista de Derecho de Sociedades* (25), pp. 305-315.

FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. (2006). "Cambios de control y obligación de OPA". En RODRÍGUEZ ARTIGAS, F., "*Derecho de sociedades anónimas cotizadas*" (Vol. 2, pp. 1343-1380). Madrid: Aranzadi.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2010a). "El precio equitativo en una OPA (I): consideraciones generales". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 245-278). Valencia: Tirant lo blanch.

FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (2010b). "El precio equitativo en una OPA (II): La regulación en el RDOPAS". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 279-298). Valencia: Tirant lo blanch.

FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, M. A. (1998). "Los problemas de la competencia del sector eléctrico en 1998". *Anuario de la competencia* (1), pp. 83-96.

FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, M. A. (2002). "Los tres problemas del sector eléctrico". *Economistas,* (91), pp. 126-131.

FERNÁNDEZ ORDÓÑEZ, M. A. (11 de enero de 2001). "El embrollo eléctrico". *El País* .

FERNÁNDEZ TORRES, I. (2008). "Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la Junta General en relación con las medidas defensivas". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (110), pp. 7-47.

FERNÁNDEZ TORRES, I. (2009). "El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 503-544). Barcelona: Bosch.

FERNÁNDEZ, J. (2003). "Experiencias internacionales en mercados eléctricos liberalizados". *Anales de mecánica y electricidad, 80, fascículo 2*, pp. 70-76.

FERNÁNDEZ, P. y BERMEJO, V. J. (2008). "*Eléctricas españolas: 1991-2007*". IESE. Barcelona: Documento de trabajo.

FERNÁNDEZ, P. y CARABIAS, J. (2007). "*Creación de valor para los accionistas de Endesa: 1991-2006*". IESE. Barcelona: Documento de trabajo.

FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. (1998). "Las OPAs y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia". *Revista de Derecho Mercantil* (227), pp. 37-50.

FERNÁNDEZ-CUESTA, N. (1997). "La liberalización del sistema eléctrico español: por qué, cómo, para qué". *Economía industrial* (316), pp. 61-68.

FERRELL, A. (2003). "*Why Continental European Takeover Law Matters*". Harvard Law School. Harvard: Discussion Paper nº 454.

FLORES, M. S. (1999). "Transparecia de mercado: adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas". En MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. y ALONSO UREBA, A. (Coord.), "*Instituciones del mercado financiero: Mercado de valores*" (Vol. VII, pp. 4660-4754). Madrid: La Ley-Actualidad.

FLORES, M. S. (2003a). "Infracción del deber de promover una oferta pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (84), pp. 249-260.

FLORES, M. S. (2003b). "La adquisición derivativa de acciones propias para su ofrecimiento a los administradores de las sociedades anónimas". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (77), pp. 252-264.

FLORES, M. S. (2004). "Los distintos contenidos y efectos del concepto de participación significativa". *Revista de Derecho de Sociedades* (22), pp. 55-85.

GARCÍA CEBRIÁN, L. (2002). "*El sector eléctrico español*". Zaragoza: Universidad de Zaragoza.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1989). "Sobre la eficiencia de los mercados de capitales: una aproximación al Securities Law de los Estados Unidos". *Revista de Derecho Mercantil* (193-194), pp. 653-678.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1991). "Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva". *Revista de Derecho Mercantil* (201), pp. 423-466.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1992). "¿Puede anunciarse una OPA futura en concurrencia con otra OPA ya formulada? Notas sobre un caso reciente". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (4), pp. 1086-1092.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1994). "De nuevo sobre OPAs competidoras, OPAs futuras y promesas de OPA". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (1), pp. 944-953.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1996). "*La OPA obligatoria*". Madrid: Civitas.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1998). "Adquisición del 50% de una sociedad limitada que tiene como principal activo una participación significativa de una sociedad cotizada, y eventual obligación de formular una OPA". *Revista de Derecho de Sociedades* (10), pp. 267-281.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1999a). "OPA y mercado de control". En "*Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles (1989-1999)*" (pp. 58-75). Madrid: CNMV.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1999b). "Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs". Madrid: Civitas.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2000a). "La suspensión de derechos políticos por infracción del régimen de OPAs". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (8), pp. 1510-1518.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2000b). "¿Cabe formular una OPA bajo condición?". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (4), pp. 1566-1577.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2002a). "Limitación de voto, actuación concertada y ofertas condicionales. Estudios sobre OPAs (II)". Madrid: Civitas.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2002b). "¿Cabe formular una OPA bajo condición?". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 2691-2717). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2005). "La integración de los mercados de emisiones. La directiva de folletos". En MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. y BENEYTO, J. M. (Coord.), "*El espacio financiero único en la Unión Europea : los mercados de valores*" (pp. 292-342). Madrid: Marcial Pons.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (22 de abril de 2007). "Un vacío legal". *El País* .

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2008a). "El deber de pasividad de los administradores de la sociedad afectada por una OPA". *Revista de Derecho del Mercado de Valores* (2), pp. 89-136.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2008b). "El informe sobre la OPA del órgano de administración de la sociedad afectada". *Revista de Derecho de Sociedades* (30), pp. 33-44.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2009a). "Artículo 24. Informe del órgano de administración de la sociedad afectada". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 447-464). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2009b). "Artículo 28. Limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 613-668). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2009c). "Artículo 5. Cómputo de los derechos de voto". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 144-182). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2009d). "Disposición Transitoria única. Régimen transitorio para determinadas ofertas públicas de adquisición". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 1034-1037). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.) (2009). "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*". Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.) (2007). "*Electra y el Estado (La intervención pública en la industria eléctrica bajo el franquismo)*". Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.) (2010). "*El sector energético ante un nuevo escenario*". Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Reuters.

GARCÍA DELGADO, J. L. y JIMÉNEZ, J. C. (2006). "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*". Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

GARCÍA DELGADO, J. L. y JIMÉNEZ, J. C. (2007). "*Energía y regulación*". Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

GARCÍA MANDALÓNIZ, M. (2010). "Consideraciones sobre el nuevo régimen jurídico español de OPAs: de la necesidad inicial a la bienvenida final". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 37-158). Barcelona: Bosch.

GARCÍA RIESTRA, M. (2002). "*La sociedad anónima europea*". Universidad San Pablo-CEU, Instituto de Estudios Europeos. Madrid: Documentos de trabajo nº4.

GARCÍA, J. y DIEGO, Y. (2005). "El archivo histórico de Iberdrola y la industria eléctrica en España: fondos para la investigación histórica". *Congreso de Historia Económica.* Santiago de Compostela.

GARCÍA-PITA, J. L. (1991). "Oferta pública de adquisición y procesos de fusión de sociedades en la jurisprudencia del Tribunal Supremo". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (41), pp. 147-195.

GARCÍA-PITA, J. L. (1992). "Defensa de la competencia, concentración empresarial y ofertas públicas de adquisición de acciones". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (48), pp. 985-1050.

GARCÍA-PITA, J. L. y SÁNCHEZ-CALERO, M. (1993). "Comentario al artículo 10". En SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de*

adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991" (pp.259-337). Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil.

GARCÍA-PITA, J. L. y SÁNCHEZ-CALERO, M. (1993). "Comentario al artículo 11". En SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991*" (pp.259-337). Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil.

GARCIMARTÍN, F. J. (2004). "La europeización del Derecho Privado y el Derecho de OPAs español". *Revista Española de Derecho Europeo* (11), pp. 343-391.

GARCIMARTÍN, F. J. (2005a). "Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital". *Revista de Derecho de Sociedades* (25), pp. 435-445.

GARCIMARTÍN, F. J. (2005b). "Ofertas públicas de adquisición de acciones: problemas de la ley aplicable". *Revista de Derecho de Sociedades* (25), pp. 109-131.

GARCIMARTÍN, F. J. (2009a). "Artículo 1. Ámbito de aplicación subjetivo". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 59-79). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GARCIMARTÍN, F. J. (2009b). "Artículo 19. Validez transfronteriza del folleto". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 416-418). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GARRIDO GARCÍA, J. M. (1991). "Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (42), pp. 355-384.

GARRIDO GARCÍA, J. M. (2002a). "La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 2719-2752). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

GARRIDO GARCÍA, J. M. (2002b). "*La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*". Zaragoza: Real Colegio de España en Bolonia.

GARRIDO GARCÍA, J. M. (2006). "La oferta pública de adquisición en el mercado europeo". *Noticias de la Unión Europea* (252), pp. 75-85.

GARRIDO GARCÍA, J. M. (2010). "El deber de neutralidad". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 493-512). Valencia: Tirant lo blanch.

GARRIDO MARTÍNEZ, J. A. (1990). "Regulación o liberalización del sector". *Economistas* (43), pp. 22-25.

GARRIDO MARTÍNEZ, J. A. (1990). "La estrategia del Grupo Iberduero para la década de los noventa". *Ekonomiaz: Revista vasca de economía* (18), pp. 82-97.

GARRUÉS, J. (2008). "Las eléctricas españolas ante la regulación «tradicional»: poder de mercado vs. poder regulador, 1973-1992". *IX Congreso de la Asociación Española de Historia Económica.* Murcia.

GIL GARCÍA, G. (1993). "La regulación del sector eléctrico: el sistema eléctrico español: evolución y situación actual". *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española* (723), pp. 75-86.

GILSON, J. (1981). "A Structural Approach to Corporations: The Case against Defensive Tactics in Tender Offers". *Stanford Law Review , 33* (5), pp. 819-891.

GIRGADO, P. (2010). "La OPA de exclusión de cotización". En JUSTE, J. y RECALDE, A., "*Derecho de OPAs*" (pp. 215-244). Valencia: Tirant lo blanch.

GIRÓN, J. (1970). "Sociedades en Bolsa". En "*Coloquios de derecho bursátil*" (pp. 89-110). Bilbao: Instituto de Estudios Bancarios y Bursátiles.

GOICOECHEA, J. y LOREDO, E. (2007). "¿Qué hace una empresa eléctrica cuando necesita gas?: el caso de Unión Fenosa". *Economía industrial* (364), pp. 181-186.

GOICOECHEA, P. y ORTIZ, L. (2006). "Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas-TPI - Sentencia de 14.07.2006, Endesa, S.A. C. Comisión, T-417/05, Competencia - Concentración - Mercado Eléctrico. El final de una batalla: El TPI confirma que la OPA de Gas Natural sobre Endesa carece de dimensión comunitaria". *Revista de Derecho Comunitario Europeo* (25), pp. 1003-1015.

GÓMEZ-FERRER, R. (2003). "El déficit de ingresos en el sector eléctrico". *Revista de administración pública* (162), pp. 307-333.

GÓMEZ-SANCHA, I. (2009a). "Artículo 15. Garantías de la oferta". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 362-384). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GÓMEZ-SANCHA, I. (2009b). "Artículo 34. Declaración de aceptción de la oferta". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 763-772). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GÓMEZ-SANCHA, I. (2009c). "Artículo 35. Información sobre las aceptciones recibidas". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 773-775). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GÓMEZ-SANCHA, I. (2009d). "Artículo 36. Liquidación del resultado de la oferta". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs:*

Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio" (pp. 776-778). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GÓMEZ-SANCHA, I. (2009e). "Artículo 37. Liquidación de la oferta". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 779-788). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GÓMEZ-SANCHA, I. (2009f). "Artículo 38. Reglas de distribución y prorrateo". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 789-792). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GÓMEZ-SANCHA, I. (2009g). "Disposición Adicional Segunda. Publicación del calendario de días de negociación". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (p. 1033). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

GONZÁLEZ DEL VALLE, M. (1995). "Tendencias futuras del sector eléctrico español",. *Economía industrial, , II* (302), p. 182.

GONZÁLEZ ECHENIQUE, L. (2001). "La Directiva Comunitaria sobre OPAs: Análisis de las líneas generales del texto y de su incidencia en el ordenamiento interno español". *Revista Iberoamericana de Mercados de Valores* (2), pp. 75-91.

GONZÁLEZ-VARAS, S. (2003). "Controles administrativos sobre una OPA y posibilidades de defensa". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (89), pp. 251-276.

GRANT, J. (2003). "*The European Takeover Directive*". European Corporate Governance Institute. Bruselas: Law Working Paper 12/2003.

GRANT, J. (2006). "*European Takeovers. The Art of Acquisition*". Londres: Euromoney Institutional Investor.

GRANT, R. (1990). "Porter's Competitive Advantage of Nations: an Assessment". *Strategic Management Journal* (12), pp. 535-548.

GRANT, R. (1995). "*Dirección estratégica*". Madrid: Cívitas.

GREEN, R. y NEWBERY, D. (1992). "Competition in the British Electricity Spot Market". *Journal of Political Economy , 5* (100), pp. 929-953.

GREINER, P. (1998). "Reestruturação do Setor Elétrico Brasileiro: Encaminhamentos e Resultados". *XXXIII Reunión internacional de altos ejecutivos de empresas y organismos de la CIER.* Cartagena de Indias.

GROSSMAN, S. y HART, O. (1980). "Disclosure Laws and Takeover Bids". *The Journal of Finance , 35* (2), pp. 323-334.

GRUPO DE EXPERTOS DE ALTO NIVEL DE DERECHO DE SOCIEDADES DE LA UNIÓN EUROPEA (2003). *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (89), pp. 277-300

GUARNIDO, A. y JAÉN, M. (2005). "La experiencia privatizadora en España". *Cuadernos de Ciencias Económicas y Empresariales* (49), pp. 69-93.

GUERRA MARTÍN, G. (2004a). "*Control conjunto y Derecho de OPAs*". Madrid: Civitas.

GUERRA MARTÍN, G. (2004b). "Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición (OPAs)". *Revista de Derecho de Sociedades* (23), pp. 341-353.

GUERRA MARTÍN, G. (2006a). "Comentarios al Proyecto de ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores: La trasposición al Derecho Español de la Directiva sobre OPAS (El Proyecto de Ley, de 13 de Octubre de 2006, de reforma de la Ley de Mercado de Valores)". *Revista de Derecho de Sociedades* (27), pp. 161-178.

GUERRA MARTÍN, G. (2006b). "La consideración de una situación de control conforme a la normativa sobre concentraciones económicas como presupuesto de la obligación de formular una OPA". *Revista de Derecho de Sociedades* (26), 381-388.

GUITARD, J. (1990-1991). "Principales innovaciones en el régimen jurídico de las OPAs establecidas por el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio". *Derecho de los Negocios* (1-15), pp. 314-321.

GUTIÉRREZ, E. y ARÉVALO, M. (2007). "La eficiencia técnica del sector eléctrico peninsular español: un análisis del periodo 1998-2001". *Economía industrial* (364), pp. 171-179.

HACKBARTH, D. y MAIO, J. (2007). "*The Dynamics of Mergers and Acquisitions in Oligopolistic Industries*". Boston University, Department of Economics. Working Papers Series.

HAMEL, G. y PRAHALAD, C. (1985). "Do You Really Have a Global Strategy?". *Harvard Business Review* , pp. 139-148.

HAMEL, G., DOZ, Y. y PRAHALAD, C. (1989). "Collaborate with your Competitors and Win". *Harvard Business Review* , pp. 132-139.

HERMOSILLA, R. (2009). "El control judicial de las operaciones de concentración en el sector eléctrico: la OPA de Gas Natural sobre Endesa". En Varios, "*Tratado de regulación del sector eléctrico*" (Vol. I, pp. 391-419). Madrid: Thomson Aranzadi.

HERNÁNDEZ ANDREU, J. (1994). "Orígenes, expansión y limitaciones del sector eléctrico en España, 1900-1936". En GARCÍA RUIZ, J. y HERNÁNDEZ ANDREU, J., "*Lecturas de historia empresarial*" (pp. 159-193). Madrid: Cívitas.

HERNÁNDEZ SAINZ, E. (2009). "Las compraventas forzosas tras el desenlace de la OPA". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 741-814). Barcelona: Bosch.

HERON, H. y LIE, E. (2006). "On the use of Poison Pills and Defensive Payouts by Takeover Targets". *Journal of Business , 79* (4), pp. 1783-1808.

HERRERO, J. (1999a). "America Latina, riesgo u oportunidad: la experiencia de Iberdrola". En "*La aventura competitiva de la empresa española*". San Lorenzo de El Escorial.

HERRERO, J. (1999b). "La empresa española en una economía globalizada: tamaño, flexibilidad e innovación". *Jornada de Coyuntura.* APD.

HOEDL, C. y PAZ, J. (2007). "La nueva regulación del squeeze-out en España: oportunidades para los P2Ps". Revista Española de Capital Riesgo (2), pp. 27-46.

HOOD, N. y MCARTHUR, D. (1994). "The Evolution of Internationalisation Strategies in the European Electricity Industry". *Management International Review , 34*, pp. 25-48.

HOPT, K. J. (2002). "Takeover regulation in Europe - The battle for the 13th Directive on Takeovers". *Australian Journal of Corporate Law* (15).

HUMANES, C. (28 de febrero de 1982). "El proceso de concentraciones en el sector eléctrico, pendiente de la difícil situación de Iberduero en Euskadi". *El País* .

HUNT, S. y SHUTTLEWORTH, G. (1996). "*Competition and Choice in Electricity*". New York: John Wiley & Sons.

IGARTUA, I. y TRONCOSO, M. (2010). "El control de concentraciones en las OPAs". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 711-736). Valencia: Tirant lo blanch.

IRANZO, J. (2004). "El sector emergético español tras la liberalización: su proceso de transformación". *Papeles de economía española , II* (100), pp. 199-210.

JAÉN, M. (2000). "Economía del sector eléctrico". *Documentación administrativa* (256), pp. 47-62.

JAMASB, T. y POLLIT, M. (2005). "*Electricity Market Reform in the European Union: Review of Progress toward Liberalization & Integration*". Massachusetts Institute of Technology , Center for Energy and Environmental Policy Research. Working Paper.

JARRELL, G. y BRADLEY, M. (1980). "The Economic Effects of Federal and State Regulation of Cash Tender Offers". *Journal of Law and Economics* (23), pp. 371-388.

JENKINSON, T. (1994). "Hostile takeovers: defence, attack and corporate governance". Londres: McGraw-Hill.

JENNA, R. y LESLIE, K. (2000). "Diversify with Care". *The MacKinsey Quarterly* (2), pp. 56-59.

JENSEN, M. y MECKLING, W. (1976). "Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost and Ownership Structure". *Journal of Financial Economic , 3* (2), pp. 305-360.

JENSEN, M. y RUBACK, R. (1983). "The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence". *Journal of Financial Economics* (11), pp. 5-50.

JIMÉNEZ, J. (2006). "Una década de profundas transformaciones en el sector energético español". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 67-92). Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

JIMÉNEZ-BLANCO, A. (2009). "La reforma de la Ley del Sector Eléctrico para su adaptación a las exigencias de las directivas comunitarias". En Varios, "*Tratado de regulación del sector eléctrico*" (Vol. I, pp. 241-266). Madrid: Thomson Aranzadi.

JIMÉNEZ-BLANCO, G. (1994a). "Los supuestos excluidos de las ofertas públicas de adquisición". En POLO DÍEZ, A. (Coord.), "*Estudios de Derecho Bancario y Bursátil (homenaje a Evelio Verdera y Tuells)*" (Vol. II, pp. 1323-1340). Madrid: La Ley-Actualidad.

JIMÉNEZ-BLANCO, G. (1994b). "La Comisión Nacional del Mercado de Valores y las entidades del Mercado Financiero". En J. Martínez-Simancas, y A. Alonso Ureba (Coord.), "*Derecho del Mercado Financiero*" (Vol. II, pp. 79-114). Madrid: Civitas.

JIMÉNEZ-BLANCO, G. (2009a). "Artículo 16. Anuncio de la oferta". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 385-395). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

JIMÉNEZ-BLANCO, G. (2009b). "Artículo 17. Presentación de la oferta". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 396-407). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

JIMÉNEZ-BLANCO, G. (2009c). "Artículo 18. Contenido del folleto". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 407-415). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

JIMÉNEZ-BLANCO, G. (2009d). "Artículo 20. Documentación complementaria". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 419-424). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

JIMÉNEZ-BLANCO, G. (2009e). "Artículo 21. Autorización de la oferta". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 424-430). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

JIMÉNEZ-BLANCO, G. (2009f). "Artículo 22. Publicación de la oferta por el oferente". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 431-436). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

JIMÉNEZ-BLANCO, G. (2010). "OPA y régimen sancionador (I): sanciones administrativas". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 621-650). Valencia: Tirant lo blanch.

JIMÉNEZ ESTÉVEZ, P. (1999). "Relevancia de la política de dividendos del sector eléctrico: análisis comparativo". *Economía industrial* (327), pp. 124-134.

JIMÉNEZ LATORRE, F. (2009). "Estructura y competencia en la industria eléctrica española". En Varios, "*Tratado de regulación del sector eléctrico*" (Vol. II, pp. 821-843). Madrid: Thomson Aranzadi.

JOSKOW, P. (1997). "Restructuring, Competition and Regulatory Reform in the US Electricity Sector". *Journal of Economic Perspectives , II* (3), pp. 119-138.

JOSKOW, P. (2008). "Lessons Learned from Electricity Market Liberalization". *The Energy Journal (Special Issue on the Future of Electricity)* , pp. 9-42.

JOSKOW, P. y SCHMALENSEE, R. (1983). "*Markets for Power: An Analysis of Electric Utility Deregulation*". Cambridge: MIT Press.

JUSTE, J. (2010). "OPAs voluntarias". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 317-346). Valencia: Tirant lo blanch.

JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.) (2010). "*Derecho de OPAs*". Valencia: Tirant lo blanch.

JUSTE, J. y RENTERÍA, A. (2008). "Obligaciones del órgano de administración de la sociedad afectada por una OPA". *Noticias de la Unión Europea* (285), pp. 105-114.

KAHN, A. (1971). "The Economics of Regulation". *Bell Journal of Economics , 2* (2), pp. 678-682.

KHACHATURYAN, A. (2007). "The One-Share-One-Vote Controversy in the EU". *European Business Organization Law Review* (8), pp. 335-367.

KRUGMAN, P. (1979). "Increasing Returns, Monopolistic Competition and International Trade". *Journal of International Economics* , pp. 469-479.

LAMBRECHT, P. (2002). "The 13th Directive on Takeover Bids – Formation and Principles". En VARIOS, "*Capital Markets in the Age of the Euro*" (pp. 441-465). La Haya: Kluwer Law International.

LARGO, R. (2009). "El desenlace de la OPA: la aceptación y la liquidación de la OPA. El éxito y la neutralización". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 631-701). Barcelona: Bosch.

LASARTE, C. (1993). "OPAs presentes, OPAs competidoras, OPAs futuras y movimientos de capital". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (3), pp. 831-836.

LASHERAS, M. (2006). "La teoría de la regulación: un panorama". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 153-188). Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

LEÓN, A. y RUBIA, A. (2001). "*Comportamiento del precio y volatilidad en el pool eléctrico español*". Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas, Working Papers - Documentos de trabajo: Serie EC nº4, Valencia.

LEÓN, F. (2010). "La crisis de las sociedades cotizadas y el régimen de OPA". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 183-214). Valencia: Tirant lo blanch.

LEVITT, T. (1983). "The Globalization of Markets". *Harvard Business Review* , pp. 92-102.

LÓPEZ ANTÓN, F. (1985). "Ofertas Públicas de Adquisiciones de valores mobiliarios (Algunas consideraciones sobre su régimen legal en Derecho español)". *Revista de Derecho Mercantil* (175-176), pp. 203-226.

LÓPEZ MARTÍNEZ, M. (2003). "Principio de legalidad y reforma del Reglamento de OPAS". *Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (4), pp. 1499-1503.

LÓPEZ MARTÍNEZ, M. (2009a). "Artículo 10. OPA por exclusión". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 255-295). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

LÓPEZ MARTÍNEZ, M. (2009b). "Artículo 11. Excepciones a la oferta pública de exclusión". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 296-311). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

LÓPEZ MARTÍNEZ, M. (2009c). "Artículo 12. Oferta pública de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 312-324). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

LÓPEZ MARTÍNEZ, M. (2009d). "Artículo 47. Condiciones para las compraventas forzosas". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 957-975). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

LÓPEZ MARTÍNEZ, M. (2009e). "Artículo 48. Procedimiento para las compraventas forzosas". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (Vol. Madrid, pp. 976-992). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

LÓPEZ MILLA, J. (2002). "El problema del déficit tarifario en el sector eléctrico español". *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española* (2744), pp. 9-18.

LÓPEZ MILLA, J. (2007). "La integración vertical de los negocios de gas y electricidad: posibles efectos sobre la competencia en los mercados afectados". *Economía industrial* (364), pp. 125-137.

MADRID, A. (2009). "Contraprestaciones y garantías de las OPAs". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 379-442). Barcelona: Bosch.

LOREDO, E. (2000). "Las estrategias de diversificación de las empresas eléctricas". Madrid: Civitas.

LOREDO, E. y SUÁREZ, E. (1997). "La internacionalización de las empresas eléctricas españolas". *Boletín económico de ICE, Información Comercial Española* (761), pp. 100-108.

MAESTRE, F. (1990). "Regulación en el sector eléctrico español: el sistema tarifario". *Economistas* (43), pp. 313-372.

MAILLO, J. (2009). "OPAs y Defensa de la Competencia". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 815-870). Barcelona: Bosch.

MANNE, H. (1965). "Mergers and market for corporate control". *Journal of Political Economy* (73), pp. 110-120.

MARCCUS PARTNERS & CENTRE FOR EUROPEAN POLICY STUDIES (2012). "*Study on the application of Directive 2004/25/EC on takeover bids*". Bruselas.

MARCOS FANO, J. (2002). "Historia y panorama actual de sistema eléctrico español". *Física y sociedad* (13), pp. 10-17.

MARCOS FERNÁNDEZ, F. (2009a). "Artículo 25. Información a los trabajadores". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 465-479). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

MARCOS FERNÁNDEZ, F. (2009b). "Artículo 26. Autorizaciones exigidas por otros organismos superviores y por las autoridades de Defensa de la Competencia". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 480-557). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

MARTÍN, M. y OCAÑA, C. (1998). "*Competencia practicable y regulación*". Comisión Nacional del Sistema Eléctrico, Madrid.

MARTÍN, T. (2007). "*OPAs bajo condición en el nuevo régimen*". IE Law School. Madrid: Cátedra José María Cervelló.

MARTÍNEZ CAÑETE, A. y PÉREZ-SOBA, I. (2008). "*Tender offers in Spain: testing the wave*". FUNCAS. Madrid: Documentos de trabajo nº390.

MARTÍNEZ-ECHEVARRÍA, A. y BENEYTO J. M. (Coord.), (2005). "*El espacio financiero único en la Unión Europea: los mercados de valores*". Madrid: Marcial Pons.

MARTÍNEZ MACHUCA, P. (1999). "El fenómeno del control o de la dependencia entre las sociedades". *Revista de Derecho de Sociedades* (12), pp. 210-229.

MARTÍNEZ PÉREZ, R. (2003). "Aspectos retributivos del actual marco regulatorio des sector eléctrico español". *Anales de mecánica y electricidad* (80), pp. 13-19.

MARTÍNEZ URQUIJO, J. (1994). "La diversificación, una vía para el desarrollo". *Seminario de diversificación empresarial.* Bilbao: Iberdrola Instituto Tecnológico.

MARTYNOVA, M. y RENNEBOOG, L. (2006a). "*Mergers and Acquisitions in Europe*". European Corporate Governance Institute. Bruselas: Finance Working Paper 114/2006.

MARTYNOVA, M. y RENNEBOOG, L. (2006b). "*The Performance of the European Market for Corporate Control: Evidence from the 5th Takeover Wave*". European Corporate Governance Institute. Bruselas: Finance Working Paper 135/2006.

MASCAREÑAS, J. (1992a). "Adquisiciones hostiles (I)". *Actualidad Financiera , I* (2), 371-413.

MASCAREÑAS, J. (1992b). "Manual de fusiones y adquisiciones de empresas". Madrid: McGraw-Hill.

MASCAREÑAS, J. y CACHÓN, J. E. (1996). "*Las acciones*". Madrid: Pirámide.

MCCAHERY, J. y RENNEBOOG, L. (2003). "*The Economics of Takeover Regulation in the EU*" (Vol. 32). Bruselas: CEPS Research Report in Finance and Banking.

MEJÍAS, P. J. (1993). "*El régimen legal de las OPAs*". Valencia: CISS.

MELLY, C. (1998). "Deregulation fosters Globalization of the Electricity Power Industry". *Industry, Trade and Technology Review* , pp. 31-58.

MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN, J. M. (1999). "Las dificultades para la armonización de el Derecho Comunitario del régimen de ofertas públicas de adquisición de valores de sociedades cotizadas". *Derecho de los Negocios* (104), pp. 1-6.

MENDONÇA, A. y DAHL, C. (2008). "The Brazilian Electrical System Reform". 21st Annual International Meeting of the International Association for Energy Economics. Quebec.

MESEGUER, C. y GÓMEZ, T. (1998). "Nuevas tendencias en la organización del sector eléctrico: revisión internacional". *Anales de mecánica y electricidad, , 75* (2), pp. 140-150.

MILLÁN, R. y MARTÍN, M. (2000). "Una aproximación al EVA creado por el sector eléctrico con el Marco Legal Estable". *Análisis financiero* (80), pp. 72-82.

MÍNGUEZ PRIETO, R. (2009). "El nuevo régimen jurídico de las OPAs en el marco de la evolución del Derecho español". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 44-55). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

MIRANDA, R. (1990). "Ventajas e iconvenientes de la desregulación en la industria eléctrica: Reflexiones sobre el sistema eléctrico español". *Economistas* (43), pp. 16-21.

MIRANDA, R. (1997). "El futuro de la empresa eléctrica en España". *Economía industrial* (316), pp. 183-188.

MIRVIS, T., ROWE, P. y SAVITT, W. (2007). "*Bebchuk's* "*The Case for Increasing Shareholder Power*"*: An Opposition*". Harvard Law Review. Boston: Discussion Paper nº586.

MOLERO, J. y BUESA, M. (1992). "La expansión internacional de la empresa española: posibilidades y limitaciones hacia Iberoamérica". *Economía industrial* (283), pp. 25-41.

MORCILLO ORTEGA, P. y RODRÍGUEZ POMEDA, J. (2002). "El sector electrico español desde un enfoque de competencias tecnológicas: presente y futuro". *Economía industrial* (347), pp. 135-148.

MORENO BLESA, L. (1998). "La política energética comunitaria: el mercado interior y el sector eléctrico". *Noticias de la Unión Europea* (165), pp. 77-94.

MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.) (1992). "La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición". Bilbao: Editorial Deusto.

MUCCIARELLI, F. (2006). "White knights and black knights. Does the search for competitive bids always benefit the shareholders of "target" companies?". *European Company and Financial Review , 3* (4), pp. 408-425.

MUCCIARELLI, F. (2009). "Cross-border tender offers, the exclusion of certain shareholders and the principle of equal treatment". *Uniform Law Review* , pp. 165-180.

MUCCIARELLI, F. (2010). "Equal treatment of shareholders and European Union law - Case note on the Decision "Audiolux" of the European Court of Justice". *European Company Financial Law* , pp. 158-167.

MUÑOZ PÉREZ, A. F. (2003). "Nueva propuesta comunitaria sobre régimen de OPAS y reforma del reglamento en nuestro país". *Revista de Derecho de Sociedades* (20), pp. 417-423.

MUÑOZ PÉREZ, A. F. (2006). "Ley francesa núm. 2006-387 de 31 de marzo de 2006 relativa a las ofertas públicas de adquisición". *Revista de Derecho de Sociedades* (27), pp. 567-587.

MUÑOZ PÉREZ, A. F. (2007). "Consideraciones sobre el deber de pasividad de los administradores frente a una oferta pública de adquisición". En ROQUE, D. (Dir.), "*El Derecho de Sociedades en un marco supranacional, Unión Europea y Mercosur*". Granada: Editorial Comares.

MUÑOZ PÉREZ, A. F. (2009). "El folleto de formulación de la OPA". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 443-502). Barcelona: Bosch.

NEWBERY, D. y POLLITT, M. (1997). "The Restructuring and Privatization of Britain's CEGB - Was it Worth It?". *Journal of Industrial Economics , 3* (45), pp. 269-303.

NIETO, I. y SOLÁ, J. (2005). "Los problemas de la regulación del sector eléctrico". *Economistas* (104), pp. 109-114.

NIETO, U. (2002). "La adquisición de participaciones propias". *Revista jurídica del notariado* (42), pp. 153-194.

NILSEN, A. (2004). "*The EU Takeover Directive and the Competitiveness of European Industry*". Oxford Council on Good Governance. Oxford: OCGG Economy Analysis.

OCAÑA, C. y ROMERO, A. (1997). "La organización del sector eléctrico español: regulación, desregulación y competencia". *Ekonomiaz: Revista vasca de economía* (37), pp. 54-79.

ONTIVEROS, E. y ROJAS, A. (2006). "Empresas energéticas y mercados internacionales de capitales". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 437-460). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

ORBEGOZO, J. (1925). "Los saltos del Duero". *Revista de Obras Públicas , I* (73), pp. 569-571.

ORIOL, I. (1995). "Cambio de enfoque en el futuro del sector energético". *Economía industrial , II* (302), pp. 169-172.

ORTIZ DE URBINA, M. y MONTORO, M. (2007). "Las fusiones y adquisiciones de las principales empresas eléctricas europeas (2000-2006)". *Boletín económico de ICE* (2914), pp. 19-30.

ORTIZ, A. (2002). "Reforma del Marco Legal de las OPAs en España. Revisión de las principales dificultades manifestadas en la aplicación de la normativa vigente. *Capital & Corporate* , pp. 37-38.

PALACÍN, M. (1998). "El atrincheramiento de los directivos (I): Accionistas versus directivos". *Análisis financiero* (76), pp. 56-91.

PALACÍN, M. (1999). "El atrincheramiento de los directivos (II): el mercado de control corporativo". *Análisis financiero* (77), pp. 34-41.

PALACÍN, M. (1999). "Estrategias de defensa anti-OPA en España: un debate abierto". *Actualidad financiera* (11), pp. 17-36.

PALACÍN, M. (2004). "Las ofertas públicas de adquisición en España (1991-2002)". *Bolsa de Madrid* (128), pp. 72-80.

PALACÍN, M. (2007). "Grado de competencia en el mercado español de control de empresas cotizadas (2003-2007)". *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles* (167), pp. 30-34.

PAREDES, C. y DE CARLOS, L. (2010). "Análisis de la nueva normativa de OPAs". *Papeles de la Fundación* (21-50).

PAREDES, T. (2003). "*The Firm and the Nature of Control: Toward a Theory of Takeover Law*". Unniversity of Saint Luis. Washington: School of Law Paper 03-10-03.

PAZ-ARES, J. C. (22 de junio de 2002). "Los blindajes anti-OPA: ¿Dr. Jekill o Mr. Hide?". *Expansión* .

PAZ-ARES, J. C. (16 de octubre de 2002). "La reforma de la OPA y el espejismo de la prima de control (I)". *Expansión* .

PAZ-ARES, J. C. (18 de octubre de 2002). "La reforma de la OPA y el espejismo de la prima de control (II)". *Expansión* .

PAZ-ARES, J. C. (2003). "Aproximación al estudio de los "Squeeze-Outs" en el Derecho español". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (91), pp. 7-38.

PENNINGTON, R. (1969). "Take-over Bids in the United Kingdom". *American Journal of Comparative Law* (17), pp. 159-193.

PÉREZ ARRIAGA, J. (1998). "*Fundamentos teóricos de la nueva regulación eléctrica*". Comisión Nacional del Sistema Eléctrico, Madrid.

PÉREZ ARRIAGA, J. (2001). "Tendencias recientes del sector eléctrico". *Ekonomiaz: Revista vasca de economía* (46), pp. 38-59.

PÉREZ ARRIAGA, J. (2005). "Libro Blanco sobre la reforma del marco regulatorio de la generación eléctrica". Madrid.

PÉREZ ARRIAGA, J., BATLLE, C. y VÁZQUEZ, C. (2006). "Los mercados eléctricos en Europa". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 189-222). Madrid: Comisión Nacional de la Energía, Thomson Civitas.

PÉREZ DEL PULGAR sj, J. (1915). "La energía eléctrica en la vida industrial moderna". *Ibérica* (104), pp. 411-421.

PÉREZ MILLÁN, D. (2010). "Pactos parasociales, actuación en concierto y OPA obligatoria". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 115-152). Valencia: Tirant lo blanch.

PÉREZ RENOVALES, J. (2007). "Las ofertas públicas de adquisición de valores". En URÍA, F. (Dir.), "*Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*" (pp. 615-706). Madrid: La Ley-Actualidad.

PÉREZ RENOVALES, J. (2009a). "Artículo 9. Precio equitativo". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 230-254). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

PÉREZ RENOVALES, J. (2009b). "Artículo 14. Contraprestación ofrecida". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 343-361). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

PÉREZ-SOBA, I. (2002a). "La venta de participaciones accionariales de control: consecuencias para los accionistas minoritarios". *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles* (113), pp. 19-23.

PÉREZ-SOBA, I. (2002b). "Las OPAs en la Bolsa de Madrid (1983-2001): concentración positiva". *Bolsa de Madrid* (106), pp. 11-18.

PÉREZ-SOBA, I. (2007). "1983-2006, más de 20 años de OPAs en la bolsa española". *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles* (167), pp. 14-23.

PÉREZ-SOBA, I. (2008). "La actividad de los grupos empresariales en las OPA: La experiencia española (1983-2007)". *Ekonomiaz: Revista vasca de economía* (68), pp. 134-155.

PÉREZ-SOBA, I. y DURÁ, P. (2006). "La "OPA" en la literatura económica empresarial". *Libros de economía y empresa* (2), pp. 54-56.

PICAZO, A., GIL, S., ROCHINA, M., MARTÍNEZ, J. y SANCHÍS, J. (1995). "Fusiones y adquisiciones en la economía española durante el período 1986-91". *Economía industrial* (43), pp. 16-21.

PLASENCIA, F. (2010). "Iniciación y admisión a trámite del procedimiento de OPAs: La autorización de la CNMV". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 373-400). Valencia: Tirant lo blanch.

PLAZA, C. (2010). "La CNMV: funciones y potestades en materia de OPAs". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 593-620). Valencia: Tirant lo blanch.

PORTER, M. (1980). "Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors". New York: Free Press.

PORTER, M. (1990). "The Stateless Corporation". *Business Week* , pp. 98-106.

PORTER, M. (1999). "*The Competitive Advantage of Nations*". New York: Free Press.

RASSENTI, S. y SMITH, V. (1986). "Electric utility deregulation". En "*Pricing electric, gas and telecomunecations services*". New York: The Institute for the Study of Regulation.

RECALDE, A. (2010). "Régimen jurídico de las OPAs: concepto, función económica y principios de la ordenación". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 27-58). Valencia: Tirant lo blanch.

RECALDE, A. y DE DIOS, L. (2010). "El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 425-454). Valencia: Tirant lo blanch.

RECALDE, J. (1996). "Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales". Madrid: Civitas.

RESEARCH ASSOCIATES (1999). "*El sector eléctrico español*". Madrid.

RIVERO, A. (2002). "OPAs en la Bolsa de Madrid en 2000 y 2001". *Bolsa de Madrid* (106), pp. 19-22.

RIVERO, P. (1993). "El sector eléctrico español en el entorno europeo". *Cuaderno de relaciones laborales* (2), pp. 131-140.

RODRÍGUEZ ARTIGAS, F. (2006). "*Derecho de sociedades anónimas cotizadas*". Madrid: Aranzadi.

RODRÍGUEZ ROMERO, L. (2001). "Sector eléctrico: el largo camino de la competencia". *Economistas* (87), pp. 355-365.

RODRÍGUEZ SÁNCHEZ, R. (2010). "Régimen transitorio". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 737-764). Valencia: Tirant lo blanch.

RODRÍGUEZ SASTRE, A. (1975). "La oferta pública de adquisición de valores (OPA)". *Revista española de financiación y contabilidad , IV* (11), pp. 19-96.

RODRÍGUEZ, L. y AROZENA, P. (1998). "Incentivos en la regulación del sector eléctrico español (1988-1995)". *Revista de economía aplicada , 6* (18), pp. 61-84.

ROJAS, A. (1993). "El sector eléctrico, a la espera de su ley". *Anales de mecánica y electricidad, 70* (5), pp. 9-11.

ROJAS, A. (1995). "La regulación del sector eléctrico". *Economistas* (63), pp. 80-85.

ROMANO, R. (2005). "*After the revolution in Corporate Law*". European Corporate Governance Institute. Bruselas: Law Working Paper 50/2005.

RONCERO, A. (2010). "La compra y venta forzosa de acciones (sell out, squeeze out)". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 671-710). Valencia: Tirant lo blanch.

RUEDA, P. (1995). "Futuro de la industria eléctrica". *Primer Foro Europeo Edison.* Bilbao.

RUIZ CALZADO, J. (2009). "Medidas de salvaguardia en las operaciones corporativas de dimensión comunitaria en el sector de la energía: el papel del regulador nacional español y su control por la Comisión Europea". En Varios, "*Tratado de regulación del sector eléctrico*" (Vol. I, pp. 421-455). Madrid: Thomson Aranzadi.

RUIZ PERIS, J. (1995). "Significado del control empresarial en el Derecho Español". En VARIOS, "*Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta*" (Vol. III, pp. 3315-3354). Valencia: Tirant lo blanch.

SÁEZ LACAVE, M. (2003). "Una aproximación al Derecho de las OPAs competidoras: (A propósito de una reforma reciente)". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (92), pp. 7-47.

SÁEZ LACAVE, M. (2010). "¿Por qué prohibir las restricciones del derecho de voto?". *Indret: Revista para el Análisis del Derecho* (2).

SALA I ANDRÉS, A. (2000). "*Las OPAS obligatorias ordinarias*". Barcelona: J.M. Bosch.

SALAS, J. (1979). "Algunas consideraciones sobre la función de las tarifas en el suministro de energía eléctrica". *Revista de administración pública* (88), pp. 361-370.

SALAS, V. y ROSELL, J. (2006). "El sector energético analizado desde los estados financieros de las empresas". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al merdado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 533-562). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

SALAZAR, L. (2003). "Modificaciones introducidas en el régimen jurídico de las OPAs por el Real Decreto 432/2003". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (91), pp. 229-247.

SALAZAR, L. (2005). "La acción de oro del Estado en las empresas privatizadas". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (97), pp. 97-136.

SAN PEDRO, J. (1986). "Análisis económico-financiero del sector eléctrico". *Economía industrial* (250), pp. 85-93.

SÁNCHEZ, A. (2003). "Las «acciones de oro» condenadas a desaparecer: Una sentencia del Tribunal de Justicia de la U.E. obliga a España a abolir el régimen que las autoriza". *Bolsa de Madrid* (120), pp. 32-35.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1987). "Aumento y reducción de capital". En ALONSO UREBA, A. (Coord.), "*La Reforma del Derecho español de sociedades de capital*" (pp. 365-391). Madrid: Civitas.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1990). "Sobre la caracterización y régimen de las llamadas "OPAS simultáneas". *La Ley: Revista jurídica española de doctrina, jurisprudencia y bibliografía* (2), pp. 1111-1122.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992a). "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 3-40). Bilbao: Editorial Deusto.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1992b). "Compatibilidad de un anuncio de oferta sucesiva con el reglamento de OPAS , estando en curso otra oferta pública". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (48), pp. 935-984.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1994). "Las cláusulas del "blindaje societario" con especial referencia a las sociedades cotizadas". *Anales de la Academia Matritense del Notariado* (33), pp. 29-54.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1995). "Ofertas públicas de adquisición y Defensa de la Competencia". En VARIOS, "*Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta*" (Vol. 3, pp. 3371-3394). Valencia: Tirant lo blanch.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2003a). "¿Desmantelamiento, en un solo acto, de la OPA obligatoria por adquisición de participación significativa en actos sucesivos?". *Revista de Derecho de Sociedades* (20), pp. 155-167.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (2003b). "Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas". *Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid* (8), 331-360.

SÁNCHEZ CALERO, F. (1971). "Consideraciones generales sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones". *Separata del Boletín nº137 de la Cámara de Comercio e Industria de Álava* .

SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.) (1993). "Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991". Madrid: Centro de Documentación Bancaria y Bursátil.

SÁNCHEZ CALERO, F. (2007). "Líneas generales del nuevo régimen sobre las OPAs". *Anales de la Real Academia de jurisprudencia y legislación* (37), pp. 227-266.

SÁNCHEZ CALERO, F. (2009). "*Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*". Madrid: Civitas.

SÁNCHEZ-CALERO, J. (2002). "Las OPAs en el mercado español (Observaciones a partir de la práctica más reciente)". *Revista Iberoamericana de los Mercados de Valores* (6), pp. 66-82.

SÁNCHEZ-CALERO, J. (2006). "*La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas*". Universidad Complutense de Madrid, Departamento de Derecho Mercantil. Madrid: Documentos de trabajo nº3.

SÁNCHEZ-CALERO, J. (2007). "Informe de la Comisión Europea sobre la transposición de la Directiva de OPAs". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (105), pp. 201-202.

SÁNCHEZ-CALERO, J. (2009). "La paridad de trato de los accionistas y la Sentencia Audiolux del Tribunal de Justicia de la Unión Europea". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (116), pp. 303-304.

SÁNCHEZ-CALERO, J. (2010). "*¿No más límites al derecho de voto?*". Madrid: El blog de Juan Sánchez-Calero Guilarte.

SÁNCHEZ-CALERO, J. (2010). "El misterio de las OPAS: realidad, doctrina y regulación". In GONZÁLEZ CASTILLA, F. y MARIMÓN, R. (Coord.), "*Estudios de Derecho del Mercado Financiero (homenaje al profesor Vicente Cuñat Edo)*" (pp. 741-754). Valencia: Universidad de Valencia.

SÁNCHEZ-CALERO, J. y TAPIA, A. J. (1990). "Propuesta de Directiva sobre ofertas públicas de adquisición (OPA)". *Noticias de la Unión Europea* (60), pp. 25-34.

SÁNCHEZ-CALERO, J. y TAPIA, A. J. (2002). "Las OPAs en el mercado español". *Revista Iberoamericana de los mercados de valores* (6), pp. 66-82.

SÁNCHEZ NÚÑEZ, P. (1996). "La apertura a la competencia del sector eléctrico". *Cuadernos de información económica* (117), pp. 137-147.

SANTANA, D. y AGUIAR, I. (2004). "Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002". Monografía nº 5, CNMV, Madrid.

SANZ OLIVA, J. (2009). "La evolución de la regulación en España". En Varios, "*Tratado de regulación del sector eléctrico*" (Vol. II, pp. 279-296). Madrid: Thomson Aranzadi.

SCHWEPPE, F., CARAMANIS, M., TABORS, R. y BÖHN, R. (1984). "Spot pricing of electricity". Boston: Kluwer Academic Publishers.

SEPE, S. (2006). "Private Sale of Corporate Control: Why the European Mandatory Bid is Inefficient". University of Siena, Faculty of Economics, Siena.

SERVICIO DE ESTUDIOS (2002). "La regulación de OPAs: tema de debate en la UE y en España". *Bolsa: revista mensual de bolsas y mercados españoles* (113), pp. 12-18.

SIEGRIST, P., LAVALLE, J. y GARGALLO, E. (2003). "*La acción de oro o el problma de las privatizaciones en un mercado único*". Instituto de Estudios Europeos, Madrid.

SIERRA, J. (2006). "La energía: encrucijada y retos". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 3-32). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

SJAFJELL, B. "The Golden Mean or a Dead End? - The Takeover Directive in a Shareholder versus Stakeholder Perspective". En STEEF, B. (Edit.), "*European company law in acccelerated progress*" (pp. 107-144). Kluwer Law International.

SKOG, R. (2002). "The Takeover Directive - an endless saga?". *European Business Law Review , 13* (4), pp. 301-312.

SUBRAMANIAN, G. (2003). "Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses". *Yale Law Journal* (113), pp. 621-686.

TAPIA, A. J. (1991). "El régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAS) de valores en el Derecho español (consideraciones generales sobre el régimen vigente y sobre el régimen proyectado)". *Actualidad Financiera* (2), pp. 791-827.

TAPIA, A. J. (1992). "El folleto informativo de las OPAS". En MORENO-LUQUE, J. M. (Dir.), "*La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*" (pp. 199-214). Bilbao: Deusto.

TAPIA, A. J. (2000). "*Derecho del Mercado de Valores*". Barcelona: Bosch.

TAPIA, A. J. (2002). "Francia: Nuevo Reglamento de la Comisión de Operaciones Bursátiles sobre ofertas públicas de adquisición". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (88), pp. 270-271.

TAPIA, A. J. (2006). "La reforma de la Ley del Mercado de Valores por la Ley 12/2006". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (103), pp. 322-326.

TAPIA, A. J. (2007). "Métodos de concentración transfonteriza intracomunitaria de sociedades cotizadas: Fusiones, OPAs y otros métodos alternativos. Las Directivas 2004/25/CE y 2005/56/CE". Universidad Complutense de Madrid, Departamento de Derecho Mercantil. Madrid: Documentos de trabajo nº9.

TAPIA, A. J. (2008). "*El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España*". Universidad Complutense de Madrid, Departamento de Derecho Mercantil. Madrid: Documentos de trabajo nº20.

TAPIA, A. J., ALONSO, C. y RODRÍGUEZ, I. (2010). "OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 161-326). Barcelona: Bosch.

TAPIA, M. R. (2009). "Los sujetos de una OPA y otros intervinientes". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 327-378). Barcelona: Bosch.

TENENBAUM, B., LOCK, R. y BARKER, J. (1992). "Electricity Privatization: Structural, Competitive and Regulatory Options". *Energy Policy* , pp. 1134-1160.

TORRALBA, E. (2010). "Las OPAs transfronterizas". En JUSTE, J. y RECALDE, J. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 765-785). Valencia: Tirant lo blanch.

TORRENTE, F. y CARVAJAL, J. (2009). "Artículo 29. Régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas públicas de adquisición". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*". (pp. 669-710). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

TRIBUNAL DE JUSTICIA DE LAS COMUNIDADES EUROPEAS. (17 de julio de 2008). Comunicado de Prensa nº 54/08. *Sentencia del Tribunal de Justicia en el asunto C-207/07* . Luxemburgo.

TRILLAS, F. (2006). "El control corporativo en la industria eléctrica". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 507-532). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

TRINCADO, J. (1988). "Algunos temas relevantes para el futuro del sector eléctrico". *Economía industrial* (261), pp. 33-35.

UNESA. (2005). "El sector eléctrico a través de UNESA". Madrid: UNESA.

URÍA, F. (2009a). "Artículo 2. Ámbito de aplicación objetivo". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 80-95). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

URÍA, F. (2009b). "Artículo 13. Ofertas voluntarias". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 325-342). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

URÍA, F. (2009c). "Artículo 39. Resultado negativo de las ofertas voluntarias". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs:*

Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio" (pp. 792-801). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

VALMAÑA, M. (2010). "El folleto de la OPA". En JUSTE, J. y RECALDE, A. (Dir.), "*Derecho de OPAs*" (pp. 347-372). Valencia: Tirant lo blanch.

VALPUESTA, E. (1988). "Consideraciones sobre la OPA que ofrece como contraprestación acciones a emitir: ¿supone una condición potestativa?". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (31), pp. 597-618.

VALPUESTA, E. (1994). "Irrevocabilidad, modificación y cese de efectos de la OPA". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (56), pp. 871-924.

VARA, N. (2008). "Las ofertas públicas de adquisición de valores y el control de las concentraciones económicas". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (111), pp. 41-128.

VARELA, A. y JUSTE, J. (2004). "La adquisición de sociedades cotizadas". En ÁLVAREZ, J. y A. CARRASCO, A., "*Fusiones y Adquisiciones de Empresas*" (pp. 629-681). Madrid: Thomson Aranzadi.

VARIOS (1995). "*Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta*". Valencia: Tirant lo blanch.

VARIOS (2002). "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*". Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

VARIOS (2002). "*Capital Markets in the Age of the Euro*". La Haya: Kluwer Law International.

VARIOS (2009). "*Tratado de regulación del sector eléctrico*". Madrid: Thomson Aranzadi.

VASCONCELOS, J. (2006). "La armonización de las regulaciones nacionales: hacia el mercado único de la energía". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 563-584). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

VELASCO, L. A. y SÁNCHEZ FELIPE, J. M. (2002). "La libertad de establecimiento de las sociedades en la UE: El estado de la cuestión después de la SE". *Revista de Derecho de Sociedades* (19), pp. 15-38.

VENTORUZZO, M. (2007). "The Thirteenth Directive and the Contrasts Between European and US Takeover Regulation: Different Regulatory Means, Not so Different Political and Economical Ends". Bocconi University, Institute of Comparative Law. Research Paper 06-07.

VÉRGEZ, M. (2009). "Incidencias de una OPA". En BENEYTO, J. M., LARGO, R. y RINCÓN, A. (Dir.), "*Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*" (pp. 585-630). Barcelona: Bosch.

VILLANUEVA, M. (2007). "Análisis de los movimientos en los precios previos a los anuncios de OPA". Monografía nº23, CNMV, Madrid.

VIVES, F. (2006). "Ofertas públicas de adquisición de valores: régimen jurídico y modalidades". En VIVES, F. y PÉREZ-ARDÁ, J. (Dir.), "*La sociedad cotizada*" (pp. 605-658). Madrid: Marcial Pons.

VIVES, F. y PÉREZ-ARDÁ, J. (Dir.), (2006). "*La sociedad cotizada*". Madrid: Marcial Pons.

VIVES, X. (2006). "El reto de la competencia en el sector eléctrico". En GARCÍA DELGADO, J. L. (Dir.), "*Energía: del monopolio al mercado. CNE, diez años en perspectiva*" (pp. 223-246). Madrid: Comisión Nacional de la Energía. Thomson Civitas.

WATT, R., DE QUINTO, J., DEL GUAYO, I. y ATIENZA, L. (2003). "Análisis jurídico y económico de la OPA de Gas Natural sobre Iberdrola". *EAWP: Documentos de trabajo en análisis económico - Economical Analysis Working Papers , 2* (12).

WITKER, J. (1986). "*Cómo elaborar una tesis en Derecho. Pautas metodológicas y técnicas para el estudiante o investigador del Derecho*". Madrid: Civitas.

YEPES, R. (2005). "Análisis mediante teoría de juegos de la evolución de la competencia en el sector eléctrico español". *Estudios de Economía Aplicada , 23* (2), pp. 335-362.

ZURITA, J. (1971). "Consideraciones sobre la nueva reglamentación francesa de las ofertas de compra y cambio de acciones". *Estudios jurídicos en homenaje a Joaquín Garrigues , III*, pp. 509-526.

ZURITA, J. (1980). "*La oferta pública de adquisición (OPA)*". Madrid: Bolsa de Madrid - Servicio de Estudios.

ZURITA, J. (1981). "Consideraciones para el estudio del régimen español de la oferta pública de adquisición de valores mobiliarios". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (4), pp. 751-772.

ZURITA, J. (1986). "El Derecho europeo sobre el mercado de valores y su repercusión en el ordenamiento español". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (21), pp. 13-50.

ZURITA, J. (1988). "La oferta pública de adquisición: génesis, alcance, contenido y problemas de la normativa vigente". *Papeles de economía española* (36), pp. 113-139.

ZURITA, J. (1992). "La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el RD 1197/1991". *Derecho de los negocios* (21), pp. 1-28.

ZURITA, J. (1994). "Oferta pública de adquisición de acciones (OPA)". En ALONSO UREBA, A. (Coord.), "*Derecho de sociedades anónimas (Libro homenaje al profesor José Girón Tena)*" (Vol. 2, pp. 1201-1254). Madrid.

ZURITA, J. (1995). "OPA sobre derechos de suscripción". *Revista de Derecho de Sociedades* (4), pp. 218-222.

ZURITA, J. (1996). "Propuesta de Decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de Derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición". *Revista de Derecho Bancario y Bursátil* (63), pp. 695-705.

ZURITA, J. (1999). "Oferta pública de adquisición de acciones ("OPA") (análisis del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio)". En MARTÍNEZ-SIMANCAS, J. y ALONSO UREBA, A. (Coord.), "*Instituciones del mercado financiero*" (Vol. 8, pp. 4849-4894). Madrid: Sopec.

ZURITA, J. (2002). "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores". En VARIOS, "*Derecho de sociedades (Libro homenaje al profesor Fernando Sánchez Calero)*" (Vol. III, pp. 3031-3092). Madrid: McGraw-Hill Interamericana de España.

ZURITA, J. (2009). "Artículo 3. Oferta obligatoria cuando se alcanza el control". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 97-119). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

ZURITA, J. (2009). "Artículo 4. Participación de control". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 120-143). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

ZURITA, J. (2009). "Artículo 6. Designación de consejeros". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 183-190). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

ZURITA, J. (2009). "Artículo 7. Tomas de control indirectas o sobrevenidas". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 191-210). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

ZURITA, J. (2009). "Artículo 8. Supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 210-229). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

ZURITA, J. (2009). "Disposición Adicional Primera. Oferta obligatoria para determinados aumentos en la participación en una sociedad cotizada". En GARCÍA DE ENTERRÍA, J. y ZURITA, J. (Dir.), "*La regulación de las OPAs: Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*" (pp. 1030-1033). Madrid: Thomson Reuters-Civitas.

ZURUTUZA, E. (1991). "El sector eléctrico en la Europa de 1993: competitividad y eficacia". *Noticias de la Unión Europea* (74), pp. 31-34.

ANEXOS

A.1.- Análisis comparativo del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. (Vigente hasta el 13 de agosto de 2007)

Versión 2003	Versión 2007	Comentarios
	Artículo 1 Ámbito de aplicación subjetivo.	
	1. Quedará sujeta a lo dispuesto en este Real Decreto toda persona física o jurídica que formule o deba formular una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada u otros valores que den derecho a su adquisición o suscripción. Se considerarán sociedades cotizadas aquellas cuyas acciones estén, en todo o en parte, admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español y tengan su domicilio social en España. Cuando dichas sociedades no tengan domicilio social en España, se estará a lo establecido en los apartados 2, 3 y 4 siguientes. El presente Real Decreto no se aplicará a las ofertas públicas de adquisición de acciones de sociedades de inversión de capital variable ni a las ofertas públicas de adquisición de acciones de los bancos centrales de los Estados miembros de la Unión Europea. 2. Se aplicarán las reglas contenidas en el apartado siguiente a las sociedades que no tengan su domicilio social en España y cuyas acciones no estén admitidas a negociación en un mercado regulado en el Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad tenga su domicilio social en cualquiera de los siguientes casos: a. Cuando las acciones de la sociedad sólo estén admitidas	Artículo introducido por influencia de la Directiva 25/2004.

a negociación en un mercado secundario oficial español.

b. Cuando la primera admisión a negociación de las acciones en un mercado regulado lo haya sido en un mercado secundario oficial español.

c. Cuando las acciones de la sociedad sean admitidas a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español, y la sociedad así lo decida mediante notificación a dichos mercados y a sus autoridades competentes el primer día de negociación de sus acciones.

d. Cuando el 20 de mayo de 2006, las acciones de la sociedad ya hubieran sido admitidas a negociación simultáneamente en mercados regulados de más de un Estado miembro y en un mercado secundario oficial español y la Comisión Nacional del Mercado de Valores así lo hubiera acordado con las autoridades competentes de los demás mercados en los que se hubieran admitido a negociación o, a falta de acuerdo, así lo hubiera decidido la sociedad.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web su designación como autoridad competente para la autorización de las ofertas públicas de adquisición formuladas sobre las sociedades a que se refieren las letras c) y d) anteriores, el siguiente día hábil a la notificación o a la adopción del acuerdo a que se refieren dichas letras.

3. En los casos contemplados en el apartado anterior se aplicarán las siguientes reglas:

a. La decisión sobre la autorización de la oferta corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

b. Los asuntos relativos a la contraprestación o precio ofrecido en el procedimiento de oferta, en particular, la

			información sobre la decisión del oferente de presentar una oferta, el contenido del folleto explicativo y la difusión de la oferta; y a las ofertas competidoras estarán sujetos a lo dispuesto en este Real Decreto. c. En cuanto a la información que debe facilitarse al personal de la sociedad afectada y en los aspectos relativos al Derecho de Sociedades, en particular el porcentaje de derechos de voto que confiere el control y las excepciones a la obligación de formular una oferta así como las condiciones en las que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada puede emprender una acción que pueda perturbar el desarrollo de la oferta, las normas aplicables y la autoridad competente serán las del Estado miembro de la Unión Europea en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social. 4. Cuando la sociedad afectada no tenga su domicilio social en España ni en ningún otro Estado miembro de la Unión Europea y sus acciones estén admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español, será de aplicación lo previsto en las letras a y b del apartado 3. 5. En el caso de que la sociedad afectada tenga domicilio social en España pero sus valores no estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial español, será de aplicación lo previsto en la letra c del apartado 3.	
		Artículo 2	**Ámbito de aplicación objetivo.**	
			El presente Real Decreto se aplicará tanto a las ofertas públicas de adquisición obligatorias, a las que hacen referencia los artículos 3, 7, 10 y 12 como a las ofertas voluntarias a que se refiere el artículo 13.	Artículo introducido por influencia de la Directiva 25/2004.
Artículo 1	**Oferta pública de adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa.**	**Artículo 3**	**Oferta obligatoria cuando se alcanza el control.**	

1. Toda persona física o jurídica (en lo sucesivo, *oferente*) que pretenda adquirir a título oneroso, en un solo acto o en actos sucesivos, acciones de una sociedad (en lo sucesivo, *sociedad afectada*), cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación en bolsa de valores, u otros valores tales como derechos de suscripción, obligaciones convertibles, *warrants* o cualesquiera instrumentos similares que puedan dar derecho directa o indirectamente a la suscripción o adquisición de aquéllas, para de esta forma llegar a alcanzar, junto con la que ya se posea, en su caso, una participación significativa en el capital con derecho de voto de la sociedad emisora de dichos valores, títulos o instrumentos, no podrá hacerlo sin promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en este Real Decreto.

2. A los efectos de este Real Decreto, tendrán la consideración de participación significativa, en sus respectivos casos, todas aquéllas que representen porcentajes iguales o superiores al 25 y al 50% del capital de la sociedad afectada, así como aquellas que, representando un porcentaje inferior, reúnan las condiciones previstas en los apartados 5 y 6.

1. 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:

a. Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad;

b. Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores, en los términos del artículo 5.1.b; o

c. como consecuencia de los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas establecidos en el artículo 7.

Cambio radical de modelo, de OPA *a priori* a OPA *a posteriori*, consecuencia de la Directiva europea.

3. Cuando se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 25% del capital de la sociedad, la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que represente, como mínimo, el 10% del capital de la sociedad afectada.

4. Cuando ya se posea una participación en el capital de la sociedad igual o superior al 25%, pero inferior al 50%, y se pretenda incrementar dicha participación en, al menos, un 6% en un período de 12 meses, la oferta deberá realizarse sobre un número de valores que represente, como mínimo, el 10% del capital de la sociedad afectada.

5. Cuando se pretenda alcanzar una participación inferior al 25% del capital de la sociedad afectada, se deberá realizar una oferta pública de adquisición sobre un número de valores que represente, como mínimo, el 10% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurran simultáneamente las siguientes circunstancias:

a. Que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de un tercio y menos de la mitad más uno de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.

b. Que se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo a.

6. Deberá realizarse una oferta pública de adquisición sobre el 100% del capital de la sociedad afectada cuando:

a. Se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad afectada,

b. Se pretenda alcanzar una participación inferior al 50% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurran simultáneamente las siguientes circunstancias:

1. Que se pretenda alcanzar una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada. 2. Que se tenga la intención de designar al número de consejeros señalado en el párrafo anterior. La aplicación de esta regla será preferente respecto a la de las reglas establecidas en los apartados 3, 4 y 5 precedentes.		
7. La oferta pública deberá dirigirse:	2. La oferta deberá dirigirse:	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, si bien adaptada al nuevo modelo de OPA a posteriori.
a. A todos los titulares de las acciones de la sociedad afectada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente.	a. A todos los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente.	
b. Cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles en ellas.	b. Cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas.	Mayor precisión al incluir las obligaciones canjeables en acciones y no sólo las denominadas obligaciones convertibles.
Aunque en ningún caso se tendrá en cuenta a efectos del cómputo del número mínimo de valores al que deberá dirigirse obligatoriamente la oferta pública, ésta podrá o no dirigirse a los titulares de *warrants* o de otros valores o instrumentos que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, con excepción de los mencionados en el párrafo b de este apartado, por emitir o emitidas. Pero si se dirigiera a ellos, la oferta pública de adquisición deberá obligatoriamente dirigirse a todas aquellas personas que ostenten la titularidad de los *warrants*, valores o instrumentos en cuestión.	La oferta podrá o no dirigirse a todos los titulares de *warrants* o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, con excepción de los mencionados en la letra b de este apartado, por emitir o ya emitidos. Si se dirigiera a ellos, la oferta pública de adquisición deberá dirigirse a todas aquellas personas que ostenten la titularidad de los *warrants*, valores o instrumentos financieros en cuestión.	

8. La obligación de promover una oferta pública de adquisición en los términos establecidos en los apartados anteriores será igualmente de aplicación a la adquisición de acciones respecto a las que se haya producido la solicitud de admisión a negociación en bolsa de valores.

9. Los que adquieran en una sociedad cotizada un número de valores que determine que el porcentaje de capital que quede en su poder alcance el 5% o sus sucesivos múltiplos o uno inferior que permita designar un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, representen más de un tercio de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, deberán incluir en la comunicación prevista en el artículo 1 del Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas y de adquisiciones por éstas de acciones propias, una declaración que señale que el adquirente no está incurso en ninguno de los supuestos que, conforme a este Real Decreto, obligan a formular una oferta pública.

3. En caso de acción concertada, pacto parasocial u otros supuestos en los que de acuerdo con el artículo 5, se atribuyan a una misma persona los porcentajes de voto pertenecientes a varios accionistas, estará obligada a formular la oferta quien tenga, directa o indirectamente, el mayor porcentaje de derechos de voto. Si los porcentajes de dos o más accionistas coincidieran, todos ellos estarán obligados a formular la oferta conjuntamente.

4. La oferta se presentará tan pronto como sea posible y como máximo en el plazo de 1 mes desde que se alcance el control.

Artículo 4 Participación de control.

1. A los efectos del presente Real Decreto se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en

Novedad consecuencia del nuevo modelo de a OPA *a posteriori* introducido por la Directiva europea.

concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando se dé uno de los siguientes supuestos:

a. Cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%; o bien,

b. 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 del porcentaje inferior, en los términos del artículo 6, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida en los artículos 3 y 7 cuando se alcance el porcentaje señalado en la letra a del apartado anterior si otra persona o entidad, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

No obstante, la dispensa se condicionará a que la persona o entidad no rebaje su participación por debajo de la ostentada por el accionista que hubiese sido dispensado o a que éste no designe a más de la mitad de los miembros del consejo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6. Si ello sucediera o si no obtuviera la dispensa por no concurrir el supuesto de hecho mencionado en el párrafo anterior, el interesado estará obligado a formular una oferta pública de adquisición, salvo si, en el plazo de 3 meses enajena el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre el porcentaje señalado o resuelve el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal porcentaje y, entre tanto, no se ejerzan los derechos de voto que excedan de tales porcentajes.

La dispensa deberá ser solicitada por el interesado, quien al mismo tiempo se la notificará a la sociedad afectada. Una vez presentada la solicitud de dispensa, la sociedad afectada dispondrá de un plazo de tres días hábiles para formular alegaciones ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En el plazo de diez días hábiles a contar desde la solicitud, o desde la fecha de registro de los documentos e informaciones que fuesen requeridos, la Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará su decisión motivada al interesado y a la sociedad afectada y la hará pública a través de su página web.

3. Cuando habiéndose acordado la dispensa conforme a lo previsto en el apartado anterior, deviniese obligatoria la formulación de una oferta pública de adquisición, el precio equitativo se calculará como el mayor entre los calculados conforme a los artículos 9 y 10.

Artículo 2 Cómputo de la participación significativa.

1. Se considerarán poseídas o adquiridas por una misma persona física o jurídica las acciones u otros valores poseídos o adquiridos por las entidades pertenecientes a su mismo grupo, tal como éste se define en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, por los miembros de sus órganos de administración y por las demás personas que actúen en nombre propio, pero por cuenta o de forma concertada con aquélla.

Artículo 5 Cómputo de los derechos de voto.

A efectos del cómputo de los porcentajes de derechos de voto señalados en el artículo precedente, se tendrán en cuenta las siguientes reglas:

1. Se atribuirán a una misma persona los porcentajes de voto que correspondan a las siguientes personas o entidades:

a. Los que pertenezcan al mismo grupo, tal como éste se define en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, así como los de los miembros de sus órganos de administración, salvo prueba en contrario.

b. Los de las demás personas que actúen en nombre

propio pero por cuenta o de forma concertada con ella. Se entenderá que existe dicho concierto cuando dos o más personas colaboren en virtud de un acuerdo, ya sea expreso o tácito, verbal o escrito, con el fin de obtener el control de la compañía afectada. Se presumirá que existe concierto cuando las personas hubieran alcanzado un pacto de los señalados en el artículo 112 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, destinado a establecer una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad o que tenga por objeto influir de manera relevante en la misma, así como cualquier otro que, con la misma finalidad, regule el derecho de voto en el Consejo de Administración o en la comisión ejecutiva o delegada de la sociedad.

c. Los derechos de voto que esa persona pueda ejercer de manera libre y duradera en virtud de un poder conferido por los propietarios o titulares de las acciones, en ausencia de instrucciones específicas sobre los mismos.

d. Los derechos de voto correspondientes a acciones poseídas por persona interpuesta, entendiendo por tal aquel tercero a quien la persona obligada a formular la oferta deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de las acciones.

Se entenderán incluidos en este apartado los derechos de voto correspondientes a acciones que constituyan el subyacente o el objeto de contratos financieros o permutas cuando tales contratos o permutas cubran, total o parcialmente, los riesgos inherentes a la titularidad de los valores y, en consecuencia, tengan un efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta.

3. A efectos del cómputo de las participaciones, se tendrá en cuenta tanto la titularidad dominical de las acciones y demás valores, como los derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda o en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual.

2. Se incluirán, tanto los derechos de voto procedentes de la titularidad dominical de las acciones, como los derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda o en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual.

5. Las acciones sin voto se computarán únicamente cuando gocen de él, de acuerdo con la legislación vigente.	3. El porcentaje de derechos de voto se calculará sobre la base de todas las acciones que lleven aparejadas derechos de voto, incluso si se ha suspendido el ejercicio de los mismos. Se excluirán las acciones que, de acuerdo con la información disponible en la fecha de cómputo del porcentaje de derechos de voto, pertenezcan, directa o indirectamente, a la propia sociedad afectada. Las acciones sin voto se computarán únicamente cuando gocen de él, de acuerdo con la legislación vigente.	Mayor detalle debido al nuevo modelo de OPA *a posteriori* tras alcanzarse el control.
2. No producirán obligación de formular una oferta pública de adquisición las adquisiciones de valores que resulten de una mera redistribución de valores entre las sociedades de un mismo grupo, sin alteración de la unidad de decisión o control.	4. No producirán obligación de formular una oferta pública de adquisición, las adquisiciones u otras operaciones que entrañen una mera redistribución de derechos de voto cuando, en virtud del apartado 1, sigan atribuidas a una misma persona.	
4. En el caso de posesión o adquisición de valores o instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones, a efectos del cálculo de la existencia o no de participaciones significativas, sin perjuicio de la aplicación de las reglas generales con respecto a la relación entre las acciones y el capital social existente, se estará a las siguientes reglas:	Tampoco producirá dicha obligación la adquisición de valores u otros instrumentos financieros que den derecho a la suscripción, conversión, canje o adquisición de acciones que lleven aparejado derechos de voto hasta que no se produzca dicha suscripción, conversión, canje o adquisición.	Simplificación debida al nuevo modelo de OPA *a posteriori* tras alcanzarse el control.
a. En el momento de la adquisición que pueda dar origen a la obligación de promover una oferta pública, se sumará el capital teórico al que den potencial derecho los valores o instrumentos poseídos o adquiridos por el eventual obligado a promover la oferta pública al capital que ya ostente éste en la sociedad por cualquier título jurídico; y por otra parte se sumará el capital teórico máximo correspondiente al conjunto de valores en circulación de esa naturaleza a la cifra estatutaria de capital de la sociedad, no incluyéndose en dicha adición aquellos valores que den derecho a la adquisición o suscripción de acciones ya existentes. En el caso de obligaciones con regla de conversión variable, el cálculo se realizará al tipo teórico de conversión que se derivaría del precio de las acciones del día en que se efectúe la adquisición.		

Si, realizado el cálculo señalado en el párrafo precedente, fuera a alcanzarse alguna de las participaciones significativas señaladas en el artículo 1, deberá promoverse una oferta pública de adquisición en los términos señalados en dicho artículo.

b. Una vez abierta cada conversión en acciones a la que se pretende concurrir, deberá nuevamente realizarse el cálculo indicado en el párrafo precedente, aplicándose las reglas señaladas en los apartados 4 y 9 del artículo 3.

Si como consecuencia de la no conversión de toda la emisión de los valores e instrumentos a que se hace referencia en este apartado se superaran los porcentajes de participación significativa señalados en el artículo 1, la persona física o jurídica que se encuentre en tal situación por haber ejercitado los derechos de conversión o adquisición que le corresponderían, deberá proceder en el plazo de seis meses, a la enajenación del exceso de participación sobre los porcentajes señalados en el citado artículo, o a promover una oferta pública en los términos previstos en el correspondiente número del mencionado artículo. En este último caso, serán de aplicación a la oferta las reglas de valoración establecidas en el artículo 7.3.

Esta regla no será de aplicación cuando en el momento de la adquisición ya se hubiera promovido una oferta pública de adquisición de acuerdo con lo previsto en el apartado a anterior.

Artículo 3.9	**Artículo 6 Designación de consejeros.**	
9. A los efectos de lo previsto en este artículo y en los artículos 1 y 4, se presumirá, salvo prueba en contrario, que el titular de la participación significativa ha designado miembros del órgano de administración de la sociedad afectada en los siguientes casos:	A los efectos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición en los casos en que se alcance el control, contenida en el artículo 3 se presumirá, salvo prueba en contrario, que el titular de la participación ha designado miembros del órgano de administración de la sociedad afectada en los siguientes casos:	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, si bien adaptada al nuevo modelo de OPA *a posteriori.*

a. Cuando el consejero haya sido nombrado por el titular de la participación significativa o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo en ejercicio de su derecho de representación proporcional.

b. Cuando los nombrados sean consejeros, altos directivos, empleados o prestadores no ocasionales de servicios al titular de la participación significativa o sociedades pertenecientes a su mismo grupo.

c. Cuando el acuerdo de nombramiento se haya adoptado contando con los votos a favor emitidos por el titular de la participación significativa o por sociedades pertenecientes a su mismo grupo, o por los miembros del órgano de administración designados con anterioridad por dicho titular.

d. Cuando el nombrado sea el propio titular de la participación significativa de que se trate o una sociedad perteneciente a su mismo grupo.

e. Cuando en la documentación societaria en la que conste el nombramiento, incluyendo las actas, certificaciones, escrituras públicas u otra documentación elaborada para obtener la inscripción registral, en la información pública de la sociedad afectada o del titular de la participación significativa de que se trate, o en otra documentación de la sociedad afectada, el titular de la participación significativa asuma que el consejero ha sido designado por dicho titular, o que lo representa o es consejero dominical en la sociedad afectada por su relación con aquel.

a. Cuando el consejero haya sido nombrado por el titular de la participación o por una sociedad perteneciente a su mismo grupo en ejercicio de su derecho de representación proporcional.

b. Cuando los nombrados sean, o hubieran sido en los 12 meses anteriores a su designación, consejeros, altos directivos, empleados o prestadores no ocasionales de servicios al titular de la participación o sociedades pertenecientes a su mismo grupo.

c. Cuando el acuerdo de nombramiento no se hubiese podido adoptar sin los votos a favor emitidos por el titular de la participación o por sociedades pertenecientes a su mismo grupo, o por los miembros del órgano de administración designados con anterioridad por dicho titular.

d. Cuando el nombrado sea el propio titular de la participación de que se trate o una sociedad perteneciente a su mismo grupo.

e. Cuando en la documentación societaria en la que conste el nombramiento, incluyendo las actas, certificaciones, escrituras públicas u otra documentación elaborada para obtener la inscripción registral, en la información pública de la sociedad afectada o del titular de la participación de que se trate, o en otra documentación de la sociedad afectada, el titular de la participación asuma que el consejero ha sido designado por dicho titular o que lo representa o es consejero dominical en la sociedad afectada por su relación con aquél.

En ningún caso se atribuirá a una persona la designación de aquellos miembros del órgano de administración que tengan la consideración de consejeros independientes ni de consejeros dominicales de otros accionistas que no actúen en concierto con el titular de la participación, de acuerdo con las reglas de gobierno corporativo a las que se refiere el artículo 116 de la Ley 24/1988, de 28 de julio,

del Mercado de Valores.

Artículo 3 (excl. apartado 9)	**Adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa y designación posterior de miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.**	**Artículo 7**	**Tomas de control indirectas o sobrevenidas.**	
1. En caso de fusión con otra sociedad o de toma del control de otra sociedad o entidad, incluso no admitida a negociación en bolsa de valores o no domiciliada en España, que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera cuyas acciones estén admitidas a negociación, serán de aplicación las siguientes reglas:		1. En caso de fusión o toma del control de otra sociedad o entidad, incluso no admitida a negociación en ningún mercado o no domiciliada en España, que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera sociedad cotizada, serán de aplicación las siguientes reglas:		Basado en el artículo 3, apartados 1º a 4º del Real Decreto 1197/1991 pero adaptado al nuevo sistema y con ligeros cambios en la casuística
a. Si se tratara de la fusión o toma de control de una sociedad o entidad de mera tenencia de valores, o de una sociedad o entidad en la que los valores de la sociedad afectada constituyan parte esencial del activo cuya adquisición sea el motivo determinante de la fusión o toma de control, deberá formularse oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la fusión o toma de control, vaya a alcanzarse en la sociedad afectada cualquiera de los porcentajes de participación señalados en los apartados 3 y 4 y en el párrafo a del apartado 6 del artículo 1.		a. Deberá formularse oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la fusión o toma de control, se alcance, directa o indirectamente, en la sociedad cotizada el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4.		
La oferta pública de adquisición, que deberá formularse con carácter previo a la fusión o toma de control, deberá dirigirse a la totalidad del capital, y serán de aplicación las reglas de valoración establecidas en el artículo 7.3.				
b. Si se tratara de la fusión con una sociedad o entidad distinta de las señaladas en el párrafo a precedente, sólo será obligatorio promover una oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la fusión, se haya alcanzado una participación igual o superior al 50% del capital de la sociedad afectada. La oferta pública de adquisición deberá formularse dentro de los seis meses siguientes a la fecha de fusión, y realizarse sobre un número de valores que permita al adquirente alcanzar el 100% del capital de la sociedad afectada. Se aplicarán a la oferta las reglas de valoración				

establecidas en el artículo 7.3.

No obstante, no será obligatoria la formulación de oferta pública de adquisición cuando, dentro del señalado plazo de seis meses, el exceso de participación sobre el porcentaje señalado se enajene o se ponga a la venta mediante oferta pública de venta, en la que el precio solicitado por acción no podrá ser superior al que se derive de los criterios señalados en el artículo 7.3.

c. Si se tratara de la toma de control de una sociedad o entidad distinta de las señaladas en el párrafo a precedente, deberá formularse oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la toma de control, se haya alcanzado en la sociedad afectada una participación igual o superior al 50% de su capital social. En particular, la toma de control de una sociedad admitida a negociación mediante la realización de una oferta pública de adquisición entrañará la obligación de promover tantas ofertas públicas de adquisición como sociedades admitidas a negociación en las que aquella toma de control implique alcanzar el porcentaje.

La oferta pública deberá formularse dentro de los seis meses siguientes a la fecha de la toma de control, y realizarse sobre el número de valores que permita al adquirente alcanzar el 100% del capital de la sociedad afectada. Serán de aplicación a la oferta las reglas de valoración establecidas en el artículo 7.3.

No obstante, no será obligatoria la formulación de oferta pública de adquisición cuando, dentro del señalado plazo de seis meses, el exceso de participación sobre el porcentaje señalado se enajene o se ponga a la venta mediante oferta pública de venta, en la que el precio solicitado por acción no podrá ser superior al que se derive de los criterios señalados en el artículo 7.3.

b. La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de fusión o toma de control y le serán de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9.

No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta cuando, dentro del plazo señalado, se enajene el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de tales porcentajes, o bien, cuando se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 4.

2. Si, como consecuencia de una reducción de capital, la participación de un accionista llegara a alcanzar cualquiera de los porcentajes de participación a que se refieren los apartados 3 y 4 y el párrafo a del apartado 6 del artículo 1, dicho socio no podrá llevar a cabo nueva adquisición de acciones, o de otros instrumentos que puedan dar derecho a su suscripción o adquisición, sin promover una oferta pública de adquisición en las condiciones establecidas en el apartado correspondiente del señalado artículo.

4. Si, como consecuencia de la no conversión de todos los valores e instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones de una emisión, se alcanzaran los porcentajes de participación significativa señalados en los apartados 3 y 4 y en el párrafo a del apartado 6 del artículo 1, la persona física o jurídica que se encuentre en tal situación por haber ejercitado los derechos de conversión o adquisición que le correspondían deberá proceder, en el plazo máximo de seis meses desde que alcance la participación, a la enajenación del exceso de participación sobre los porcentajes señalados en el citado artículo, o a promover una oferta pública en los términos previstos en el correspondiente apartado del mencionado artículo. En este último caso, serán de aplicación a la oferta las reglas de

2. Si, mediante una reducción de capital en una sociedad cotizada, algún accionista llegara a alcanzar cualquiera de los porcentajes de derecho de voto señalados en el artículo 4, dicho socio no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de tales porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición.

La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la reducción del capital y le será de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9.

No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta cuando, dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la reducción del capital, se enajene el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes o bien, se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 4.

3. Si, como consecuencia del canje, suscripción, conversión o adquisición de las acciones de una sociedad cotizada derivado de la adquisición de los valores o instrumentos a que se refiere el párrafo segundo del artículo 5.4, algún accionista llegara a alcanzar cualquiera de los porcentajes de derecho de voto señalados en el artículo 4, dicho socio no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de tales porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social.

valoración establecidas en el artículo 7.3. Esta regla no será de aplicación cuando en el momento de la adquisición ya se hubiera promovido una oferta pública de adquisición de acuerdo con lo previsto en el artículo 2.4.a.	La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la suscripción o conversión y le será de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9. No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta, cuando, dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de canje, suscripción, adquisición o conversión de los valores, se enajene el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes o bien, se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 4.
	4. Si, como consecuencia de las variaciones en la autocartera, algún accionista llegara a alcanzar cualquiera de los porcentajes de derecho de voto señalados en el artículo 4, dicho socio no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de tales porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social. La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de la comunicación por la sociedad de las variaciones en su autocartera y le será de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9. No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta, cuando, dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de comunicación por la sociedad de las variaciones en su

	autocartera, se enajene, bien por el obligado a formular la oferta bien por la propia sociedad, el número de acciones necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes o bien, se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 4.
3. Las entidades financieras que, en cumplimiento de un contrato de aseguramiento de una emisión de valores, adquieran una participación significativa en el capital de una sociedad cuyas acciones estén admitidas a negociación deberán formular oferta pública de adquisición y no podrán ejercer entre tanto los derechos políticos de los valores así adquiridos.	5. Las entidades financieras y cualquier otra persona o entidad que, en cumplimiento de un contrato o compromiso de aseguramiento de una emisión o de una oferta pública de venta de valores de una sociedad cotizada, alcance el porcentaje de derechos de voto establecidos en el artículo 4, deberán formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social y no podrán ejercer, entre tanto, los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes.
La oferta pública deberá formularse dentro de los seis meses siguientes a contar desde la adquisición, y realizarse sobre el número de valores que corresponda según lo establecido en el artículo 1. Serán de aplicación a la oferta las reglas de valoración establecidas en el artículo 7.3.	La oferta deberá formularse dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de cierre de la emisión y serán de aplicación a la oferta las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9.
No obstante, no será obligatoria la formulación de oferta pública de adquisición cuando, dentro del señalado plazo de seis meses, el exceso de participación se enajene o se ponga a la venta mediante oferta pública de venta.	No obstante, no será obligatoria la formulación de la oferta, cuando, dentro del señalado plazo, se enajene el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre los porcentajes señalados y, entre tanto, no se ejerzan los derechos políticos que excedan de dichos porcentajes o bien, se obtenga una dispensa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de acuerdo con lo establecido en el artículo 4.
5. Cuando se haya adquirido una participación inferior al 25% del capital de la sociedad afectada, se deberá realizar una oferta pública de adquisición sobre un número de valores que represente, como mínimo, el 10% del capital de la sociedad afectada, siempre que concurran simultáneamente las siguientes circunstancias:	

a. Que se haya alcanzado una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, represente más de un tercio y menos de la mitad más uno de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.

b. Que el adquirente haya designado el número de consejeros señalado en el párrafo a en los 24 meses siguientes a la adquisición.

6. Cuando se haya adquirido una participación inferior al 50% del capital de la sociedad afectada, se deberá realizar una oferta pública de adquisición sobre el 100% del capital de la sociedad afectada, cuando concurran simultáneamente las siguientes circunstancias:

a. Que se haya alcanzado una participación igual o superior al 5% del capital de la sociedad afectada o la que, sin llegar al porcentaje señalado, permita designar un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hayan designado, represente más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.

b. Que el adquirente haya designado el número de consejeros señalado en el párrafo a en los 24 meses siguientes a la adquisición.

7. En los casos previstos en los apartados 5 y 6, la solicitud de autorización de la oferta deberá presentarse en el plazo de dos meses. En tales supuestos, el precio de la oferta no podrá ser inferior al que se establecería de acuerdo con los criterios del artículo 7, ni, en su caso, al más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen en concierto con él en los 12 meses previos a dicha solicitud.

Las reglas anteriores no serán de aplicación cuando ya se hubiera promovido una oferta pública de adquisición en los términos previstos en el apartado 5 o en el párrafo b del apartado 6 del artículo 1.

8. Tanto para la aplicación del plazo de 24 meses contemplado en los apartados 5 y 6 anteriores como para el cómputo del plazo de dos meses previsto en el apartado 7, se tomará como referencia la fecha de aceptación del cargo por el consejero o consejeros.

Artículo 5 **Oferta pública de adquisición en caso de modificación de estatutos.**

Eliminado en la nueva regulación

1. Toda persona física o jurídica que, siendo titular de acciones que representen más del 50% de los votos de una sociedad admitida a negociación en Bolsa de Valores, pretenda, por primera vez desde que hubiese adquirido o recuperado tal porcentaje de derechos de voto, modificar los estatutos de dicha sociedad, deberá formular previamente una oferta pública de adquisición dirigida al resto de las acciones con voto de dicha sociedad. Se entenderá que quien posea el citado porcentaje del 50% de los derechos de voto pretende modificar los estatutos de la sociedad siempre que el órgano de administración de la misma acuerde someter a la Junta General una propuesta de modificación de los estatutos.

2. No se aplicarán, sin embargo, las reglas establecidas en el número anterior cuando accionistas que representen, al menos, la mayoría de los votos no poseídos por quien resultaría obligado a promover la oferta manifiesten por escrito su acuerdo con la modificación estatutaria de que se trate.

En particular, se entenderá que han manifestado tal acuerdo los accionistas que otorguen su representación a la persona obligada a formular la oferta para que vote a favor de la modificación en la correspondiente Junta General, siempre que a dicho fin se cumpla lo previsto en los artículos 106 y 107 de la Ley de Sociedades Anónimas, con indicación expresa de que se conoce la obligación subsiguiente de formular una oferta pública de adquisición.

3. Para la determinación de la existencia y alcance de la obligación establecida en este artículo se aplicarán las reglas contenidas en el apartado 7 del artículo 1 y en los apartados 1, 3 y 4 del artículo 2.

4. La naturaleza de la contraprestación y el precio mínimo al que deberá realizarse la oferta pública se fijaran según lo previsto en el número 3 del artículo 7.

Artículo 6 Excepciones. Eliminado en la nueva regulación

No será de aplicación la obligación prevista en el artículo anterior en los siguientes supuestos:

a. Aquéllos en los que las modificaciones estatutarias tengan por objeto exclusivo la modificación de la denominación o domicilio social, el aumento del capital social con aportaciones dinerarias o la reducción del capital social para compensar pérdidas o dotar la reserva legal, o vengan impuestas por normas legales o reglamentarias, o por resoluciones judiciales o administrativas.

b. Aquéllos en los que se trate de modificaciones estatutarias respecto de las cuales la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en contestación a consulta previa formulada por la sociedad, haya considerado innecesaria la oferta pública, en atención a la escasa relevancia de las modificaciones estatutarias previstas.

c. Cuando en el momento de la admisión a negociación en Bolsa de las acciones de la sociedad, o con anterioridad al 29 de julio de 1989, la persona que resultaría obligada a formular la oferta ya ostentara, al menos, un 50% de los derechos de voto, salvo que con posterioridad su participación descendiera por debajo de tal porcentaje.

d. Cuando una persona física o jurídica hubiera realizado en los últimos doce meses, con resultado positivo, una oferta pública de adquisición de la totalidad del capital de la sociedad afectada, y como resultado de ella hubiera alcanzado un porcentaje del capital social igual o superior al 50%.

Artículo 9 Precio equitativo.

1. Las ofertas públicas de adquisición a que se refiere este Capítulo deberán efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta.

2. A los efectos de la determinación del 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. En concreto se aplicarán las siguientes reglas:

a. En el caso de que la compraventa fuese ejecución de un derecho de opción de compra previo, al precio de la compraventa se le adicionará la prima en su caso acordada por la concesión de la opción;

b. En el caso de que la compraventa fuese ejecución de un derecho de opción de venta previo, al precio de la compraventa se le deducirá la prima en su caso acordada por la concesión de la opción;

Artículo introducido por influencia del artículo 5 de la Directiva 25/2004.

c. En el caso de otros instrumentos financieros derivados, el precio será el precio de ejercicio más las primas satisfechas para la adquisición del derivado;

d. En los casos anteriores si los precios de ejercicio se calculan en relación con varias operaciones se aplicará el más elevado al que haya cruzado operaciones el accionista en cuestión.

e. Cuando la adquisición de los valores se haya efectuado a través de un canje o conversión, el precio se calculará como la media ponderada de los precios de mercado de los indicados valores en la fecha de adquisición.

f. Cuando la adquisición incluya alguna compensación adicional al precio pagado o acordado o cuando se haya acordado un diferimiento en el pago, el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación o al pago diferido.

3. Cuando la oferta obligatoria deba formularse sin haberse producido previamente la adquisición por el oferente ni por las personas que actúen en concierto con él de las acciones de la sociedad afectada en el período de doce meses antes referido, el precio equitativo no podrá ser inferior al calculado conforme a las reglas de valoración contenidas en el artículo 10.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá modificar el precio calculado con arreglo a lo dispuesto en los apartados anteriores cuando se de alguna de las siguientes circunstancias:

a. Que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el periodo de referencia se haya visto afectada por el pago de un dividendo, una operación societaria o algún acontecimiento extraordinario que permita realizar una corrección objetiva del precio equitativo.

b. Que la cotización de los valores de la sociedad afectada en el periodo de referencia presentase indicios razonables de manipulación, que hubieran motivado la incoación de un procedimiento sancionador por la Comisión Nacional del Mercado de Valores por infracción de lo dispuesto en el artículo 83 ter de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sin perjuicio de la aplicación de las sanciones correspondientes, y siempre que se hubiese notificado al interesado el correspondiente pliego de cargos.

c. Que el precio equitativo hubiera sido inferior al rango de cotización de los valores en el día de la adquisición determinante de dicho precio, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser menor que el límite inferior de dicho rango.

d. Que el precio equitativo corresponda a una adquisición por un volumen no significativo en términos relativos y siempre que haya sido realizada a precio de cotización en cuyo caso se estará al precio más elevado pagado o acordado en las restantes adquisiciones del periodo de referencia.

e. Que las adquisiciones del periodo de referencia incluyan alguna compensación adicional al precio pagado o acordado, en cuyo caso el precio de la oferta no podrá ser inferior al más alto que resulte incluyendo el importe correspondiente a dicha compensación.

f. Que la sociedad afectada se encuentre, de forma demostrable, en serias dificultades financieras, en cuyo caso, la contraprestación de la oferta deberá ser aquella que resulte de aplicar los métodos de valoración del artículo 10.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá requerir al oferente en todos los supuestos anteriores un informe sobre los métodos y criterios de valoración aplicados para determinar el precio equitativo. Entre los

	mencionados criterios se podrán incluir, entre otros, el valor medio del mercado en un determinado período, el valor liquidativo de la sociedad, el valor de la contraprestación pagada por el oferente por los mismos valores en los doce meses previos al anuncio de la oferta, el valor teórico contable de la sociedad y otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados que, en todo caso, aseguren la salvaguarda de los derechos de los accionistas. La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web la decisión de que la oferta se formule a un precio distinto del establecido en los apartados precedentes. 5. Cuando la oferta no se formule en el plazo máximo a que se refiere el artículo 17 comenzarán a devengarse intereses sobre el precio equitativo al tipo de interés legal del dinero hasta la fecha en que se formule finalmente la oferta, sin perjuicio de la aplicación de las sanciones correspondientes.
Artículo 4 Supuestos excluidos. No será de aplicación la obligación prevista en los artículos precedentes en los supuestos siguientes: a. Adquisiciones que, en el cumplimiento de sus funciones, realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito, la Comisión Liquidadora de Entidades Aseguradoras, y otras instituciones similares legalmente establecidas, así como las adquisiciones consistentes en las adjudicaciones que los citados organismos, con sujeción a las reglas de publicidad y concurrencia de ofertas establecidas en la normativa específica, acuerden en cumplimiento de sus funciones.	**Artículo 8 Supuestos excluidos de la oferta obligatoria cuando se alcanza el control.** No será obligatoria la formulación de una oferta pública de adquisición en los supuestos siguientes: a. Adquisiciones u otras operaciones que, en el cumplimiento de sus funciones, realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito, el Fondo de Garantía de Inversiones, el Consorcio de Compensación de Seguros, y otras instituciones similares legalmente establecidas, así como las adquisiciones consistentes en las adjudicaciones que los citados organismos, con sujeción a las reglas de publicidad y concurrencia de ofertas establecidas en la normativa específica, acuerden en cumplimiento de sus funciones.

La exclusión se extenderá a las adquisiciones indirectas previstas en el artículo 3.1 de este Real Decreto, cualquiera que sea el porcentaje de las participaciones significativas que resulten de las referidas adjudicaciones, cuando, a juicio de la entidad de supervisión competente, quien lo comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tal exclusión resulte conveniente para garantizar el buen fin y viabilidad financiera de la operación de saneamiento de que se trate, en función del coste de tales adquisiciones indirectas.

La exclusión no será aplicable en las posteriores transmisiones que eventualmente realicen los adjudicatarios de los organismos a que se refiere el párrafo primero de esta letra.

b. Adquisiciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa, y las demás que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de Derecho Público previstas en la normativa vigente.

c. Aquellos en los que todos los accionistas de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas las acciones representativas del capital de la sociedad o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de oferta pública de adquisición.

d. Aquellas adquisiciones en las que, tratándose de una situación que haya sido calificada por el Servicio de Defensa de la Competencia como de control conjunto de la sociedad por parte del adquirente, de acuerdo con la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia,

La exclusión se extenderá a las tomas de control indirectas previstas en el artículo 7.1 de este Real Decreto, cualquiera que sea el porcentaje de voto que resulte de las referidas adjudicaciones, cuando a juicio de la entidad de supervisión competente, quien lo comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tal exclusión resulte conveniente para garantizar el buen fin y viabilidad financiera de la operación de saneamiento de que se trate, en función del coste de tales tomas de control indirectas.

La exclusión no será aplicable en las posteriores transmisiones u otras operaciones que eventualmente realicen los adjudicatarios de los organismos a que se refiere el párrafo primero de este apartado.

b. Adquisiciones u otras operaciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa, y las demás que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de Derecho Público previstas en la normativa vigente.

c. Cuando todos los titulares de valores de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas o parte de las acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en la sociedad o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de oferta pública de adquisición.

Será preciso, sin embargo, que dichos titulares acuerden simultáneamente la exclusión de negociación de los valores de los mercados secundarios oficiales en que estuvieran admitidos.

concurran simultáneamente las siguientes condiciones:

1. Antes de producirse la adquisición, los socios que ejercen el control conjunto disponen conjuntamente de una participación en la sociedad superior al 50% y han designado entre ellos más de la mitad de los miembros de su órgano de administración.

2. Como consecuencia de la adquisición, no se incrementará el número de consejeros designados por el adquirente.

3. El aumento de la participación en el capital que ostenta el adquirente no supera el 6% en un período de 12 meses, sin que en ningún caso aquélla pueda alcanzar o sobrepasar el 50%.

e. Aquellos en los que un sujeto adquiera una participación significativa como consecuencia de la conversión o capitalización de créditos en acciones por efecto de un convenio alcanzado dentro de un procedimiento concursal, siempre que el titular de dichos créditos sea el titular originario, y no por cesión de éstos.

d. Adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente, aunque no esté en concurso, siempre que se trate de operaciones concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad.

Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por cualquier persona interesada, que no resulta exigible una oferta pública.

Cambio relevante al no exigirse la situación de concurso, lo que flexibiliza mucho este supuesto.

e. Las adquisiciones gratuitas mortis causa, así como las adquisiciones gratuitas inter vivos siempre que, en este segundo caso, el adquirente no haya adquirido acciones u otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción en los 12 meses anteriores y no medie acuerdo o concierto con el transmitente.

Novedad incorporada por influencia del derecho comparado y la doctrina.

	f. Cuando el control se haya alcanzado tras una oferta voluntaria por la totalidad de los valores, si se da alguna de las siguientes circunstancias: que la oferta haya sido formulada a un precio equitativo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 9; o bien, que haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta.	Novedad incorporada como consecuencia del artículo 5.2 de la Directiva europea.
	g. En caso de fusión, estarán exentos de la obligación de formular una oferta pública de adquisición los accionistas de las sociedades o entidades afectadas cuando, como consecuencia de la fusión, alcancen en la sociedad cotizada resultante, directa o indirectamente, el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4 y siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la Junta General correspondiente de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial. Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por el accionista, que no resulta exigible una oferta pública, una vez comprobado que se dan las circunstancias señaladas en el párrafo anterior.	Novedad incorporada por influencia del derecho comparado y la doctrina
Artículo 31 Definición.	**Artículo 40 Definición.**	
Se considerarán ofertas competidoras las ofertas públicas de adquisición que afecten a valores sobre los que en todo o en parte haya sido, previamente, presentada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores otra oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación no esté finalizado, y siempre que concurran los requisitos del artículo 33.	Se considerarán ofertas competidoras las ofertas públicas de adquisición que afecten a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores otra oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación no esté finalizado, y siempre que concurran los requisitos	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.

del artículo 42.

Artículo 32 Autorización de la oferta competidora.	Artículo 41 Autorización de la oferta competidora.	
1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizará las ofertas públicas competidoras y las mejoras a que se refiere el artículo 36, siempre que cumplan las disposiciones generales de este Real Decreto y las específicas contenidas en este capítulo.	1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizará las ofertas competidoras y las mejoras a que se refiere el artículo 45, siempre que cumplan las disposiciones generales de este Real Decreto y las específicas contenidas en este capítulo.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
	La Comisión Nacional del Mercado de Valores difundirá su decisión a través de su página web.	Nuevo
2. Las personas que actúen de forma concertada con el oferente o pertenezcan a su mismo grupo, y aquéllas que de forma directa o indirecta actúen por cuenta de él, no podrán presentar una oferta competidora.	2. Las personas que actúen de forma concertada con el oferente o pertenezcan a su mismo grupo y aquéllas que, de forma directa o indirecta, actúen por cuenta de él, no podrán presentar una oferta competidora.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
	Sin perjuicio de lo anterior, el oferente podrá asociarse o concertarse con terceros con el fin de mejorar su oferta, siempre que:	Nuevo
	a. Ninguna persona o entidad participe, directa o indirectamente, en más de una oferta, ya sea como co-oferente, en concierto con el oferente inicial, o de cualquier otra forma.	Nuevo
	b. El oferente y el, o los, terceros con los que se asocie o concierte asuman solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada.	Nuevo
	c. La modificación de la identidad o composición del grupo oferente y las demás variaciones se reflejen en un suplemento del folleto.	Nuevo
	3. Todas las ofertas serán tramitadas por orden de presentación, de forma que aquellas ofertas que únicamente hubieran sido comunicadas mediante el anuncio previo, se tramitarán en el orden que les	Nuevo

	corresponda en función de su fecha de presentación.	
3. Si la oferta competidora se presentara antes de la publicación de los anuncios de una oferta previa a los que se refiere el artículo 18, la Comisión Nacional del Mercado de Valores se lo hará saber al nuevo oferente, manifestándole que la suya quedará sometida al régimen propio de las ofertas competidoras, y suspenderá su tramitación hasta la autorización de la oferta previa.	4. Si la oferta competidora se presentara antes de la publicación de los anuncios de una oferta previa a los que se refiere el artículo 22, la Comisión Nacional del Mercado de Valores se lo hará saber al nuevo oferente, manifestándole que la suya quedará sometida al régimen propio de las ofertas competidoras y suspenderá su tramitación hasta la autorización de la oferta previa.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
Publicada la primera oferta, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dará un plazo de 10 días al oferente que promovió la oferta competidora para que ratifique las condiciones de ésta o, cuando fuera necesario, las mejore en la forma que determina el artículo siguiente.	Publicada la primera oferta, la Comisión Nacional del Mercado de Valores dará un plazo de 10 días naturales al oferente que promovió la oferta competidora para que ratifique las condiciones de ésta o, cuando fuera necesario, las mejore en la forma que determina el artículo siguiente.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
Artículo 33 Condiciones de la oferta competidora.	**Artículo 42 Condiciones de la oferta competidora.**	
Toda oferta competidora deberá cumplir, al menos, todos y cada uno de los siguientes requisitos:	1. Toda oferta competidora deberá cumplir los siguientes requisitos:	Se mantiene la filosofía del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con cambios introducidos por la nueva filosofía al adoptarse un modelo de OPA obligatoria *a posteriori* y diversos cambios adicionales.
a. Que sea presentada antes de transcurridos los 10 días naturales siguientes al del inicio del plazo de aceptación de la última oferta precedente, siempre que no hayan transcurrido más de 30 días naturales del inicio del plazo de aceptación de la oferta inicial.	a. Ser presentada en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el quinto día natural anterior a la finalización de su plazo de aceptación. El plazo de aceptación será, en su caso, el que resulta de las modificaciones que hubieran podido producirse como consecuencia de lo dispuesto en el artículo 44.	
b. Que, teniendo por objeto, al menos, el mismo número de valores que la última oferta precedente y siendo la contraprestación ofrecida, al menos, igual a la de la última oferta precedente, mejore ésta, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número de valores superior al de aquélla.	b. Tener por objeto un número de valores no inferior al de la última oferta precedente.	

No obstante, cuando la mejora sea distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que la oferta mejora la última precedente.	c. Mejorar la última oferta precedente, bien elevando el precio o valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número mayor de valores. En el caso de que la mejora de la contraprestación se realice modificando la naturaleza de la misma, será necesaria la opinión de un experto independiente que lo acredite, salvo que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje de valores y la nueva sea una contraprestación en efectivo cuyo importe supere el manifestado en cumplimiento de lo establecido en el artículo 14.4 de este Real Decreto.	
	d. Cuando la formulación de una oferta competidora sea obligatoria conforme a lo dispuesto en el capítulo II del presente Real Decreto, la oferta deberá cumplir además lo allí dispuesto. Si el supuesto que da lugar a la obligación de formular la oferta se produjera con posterioridad al plazo establecido en la letra a), la Comisión Nacional del Mercado de Valores ampliará los plazos contenidos en el presente Capítulo para permitir la formulación de la oferta competidora obligatoria. Dicha oferta deberá presentarse con carácter inmediato a la concurrencia del supuesto de hecho que da origen a su formulación y, en todo caso, en los cinco días hábiles siguientes.	Influencia del caso Endesa.
En ningún caso se considerará que se produce una mejora cuando la efectividad de la oferta quede condicionada a su aceptación por un número mayor de valores que la última precedente.	2. Siempre que se cumplan los requisitos establecidos en el apartado precedente, las ofertas competidoras, cuando su formulación no sea obligatoria, podrán condicionar su efectividad a su aceptación por un porcentaje de capital superior al de cualquiera de las precedentes. Asimismo, podrán sujetarse a cualquier otra condición en los términos establecidos en el artículo 13.2 de este Real Decreto.	
c. Las contraprestaciones podrán adoptar cualquiera de las modalidades previstas en el artículo 10.	3. Las contraprestaciones podrán adoptar cualquiera de las modalidades previstas en el artículo 14.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.

	d. Que su plazo de aceptación sea de un mes, contado a partir de la publicación del primer anuncio a que se refiere el artículo 18. No obstante, cuando la contraprestación de la oferta competidora consista total o parcialmente en valores a emitir por la sociedad oferente, el plazo de aceptación de ésta se prorrogará en la forma establecida en el artículo 10.5. En el supuesto de que el plazo de aceptación de la oferta precedente termine con posterioridad al de la oferta competidora, se prorrogará el plazo de ésta hasta la terminación del de aquélla.		4. El primer oferente podrá pactar con la sociedad afectada el cobro por aquél de una comisión, en concepto de gastos de preparación de la oferta, en caso de que, por presentarse otras ofertas competidoras, la suya no prospere. El importe de la comisión no podrá ser superior al 1% del importe total efectivo de la oferta, deberá ser aprobada por el Consejo de Administración, con el informe favorable de los asesores financieros de la sociedad y detallarse en el folleto explicativo de la oferta.	*Break-up fee.*
Artículo 34	**Revocación de las declaraciones de aceptación.**	**Artículo 43**	**Declaraciones de aceptación de las ofertas competidoras.**	
	Una vez publicados los anuncios de la última oferta competidora, las declaraciones de aceptación que se hubieran producido con respecto de la oferta u ofertas anteriores podrán ser revocadas.		Las declaraciones de aceptación podrán ser múltiples de acuerdo con lo establecido en el artículo 34.4. El procedimiento de escrutinio de las aceptaciones múltiples se regirá por las siguientes reglas: a. Las aceptaciones se atribuirán inicialmente a las ofertas que constituyan la primera preferencia de cada aceptante. b. Las aceptaciones de las ofertas que sean retiradas o queden sin efecto por las causas previstas en este Real Decreto se atribuirán a las siguientes ofertas en orden de preferencia. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer, mediante circular, el procedimiento de escrutinio, así como la forma en que sus resultados se	Consecuencia de lo establecido en la nueva redacción de los artículos 13.2 y 42.2.

harán públicos.

Artículo 35	**Prórroga del plazo de aceptación.**	**Artículo 44**	**Plazo de aceptación de las ofertas competidoras.**
	Salvo que, de acuerdo con lo previsto en el artículo siguiente, el oferente u oferentes precedentes decidieran retirar su oferta, el plazo de aceptación de las mismas se prorrogará, automáticamente, hasta la expiración del plazo de aceptación de la última oferta competidora.		1. El plazo de aceptación de las ofertas competidoras será de treinta días naturales a partir del día siguiente al de publicación del primer anuncio al que se refiere el artículo 22. La presentación de una oferta competidora interrumpirá el cómputo del plazo de aceptación de la oferta, u ofertas precedentes, quedando automáticamente modificado en la medida necesaria de forma que los plazos de aceptación de todas las ofertas finalicen el mismo día. El nuevo plazo de aceptación, único para todas las ofertas, será publicado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su página web. 2. Serán aplicables a las ofertas competidoras las ampliaciones del plazo de aceptación previstas en el artículo 23, excepto la señalada en su apartado 2. 3. El plazo de aceptación y sus ampliaciones se difundirán por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
Artículo 36	**Desistimiento y modificación de la oferta precedente.**	**Artículo 45**	**Desistimiento y modificación de las ofertas competidoras.**
	1. El inicio del plazo de aceptación de una oferta competidora permitirá a los oferentes de las precedentes a desistir de ellas, y deberán comunicarlo a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y anunciarlo por los medios establecidos en el artículo 18, todo ello con carácter inmediato desde que se adopte la decisión y, en todo caso, antes de los últimos siete días del plazo de aceptación que resulte aplicable, según lo dispuesto en el artículo 33.d y en el artículo 35.		1. La autorización de una oferta competidora permitirá a los oferentes de las precedentes desistir de ellas. En el caso de las ofertas obligatorias se estará a lo dispuesto en el artículo 33.2. El desistimiento deberá producirse antes de la fecha de modificación de las condiciones señalada en el apartado 3, y deberá ser comunicado de inmediato a la Comisión Nacional del Mercado de Valores y anunciarse por los medios establecidos en el artículo 22.

2. Una vez iniciado el plazo de aceptación de la última oferta competidora posible o transcurrido el plazo para su presentación, cualquiera de los oferentes, si no retira su oferta, podrá modificar sus condiciones, siempre que cumpla los siguientes requisitos:

a. Que sean presentadas ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores el quinto día hábil a efectos bursátiles en sobre cerrado.

b. Que, teniendo por objeto, al menos, el mismo número de valores que la máxima de las competidoras y siendo la contraprestación ofrecida, al menos, igual a la mejor de ellas, mejore las condiciones de la oferta u ofertas competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas, bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior al máximo de las competidoras.

No obstante, cuando la mejora sea distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que la oferta mejora la última precedente.

En ningún caso se considerará que se produce una mejora cuando la efectividad de la oferta quede condicionada a su

2. Una vez autorizadas las ofertas competidoras que se hubieran presentado y hasta el momento al que se refiere el apartado 3, cualquier oferente que no haya desistido podrá modificar las condiciones de la oferta, siempre que no se haya publicado previamente el anuncio de una nueva oferta competidora.

3. El quinto día hábil desde la terminación del plazo para la presentación de ofertas competidoras de conformidad con lo establecido en el artículo 42.1 a anterior, todos los oferentes que no hayan retirado su oferta, presentarán en sobre cerrado ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores o por cualquier otro medio aceptado por la Comisión Nacional del Mercado de Valores que garantice la confidencialidad de la información, una comunicación que podrá contener, bien su última mejora de acuerdo con lo previsto en el artículo 42, bien su decisión de no presentarla.

Consecuencia de la batalla por el control de Endesa.

aceptación por un número mayor de valores que el máximo de las competidoras.

c. La contraprestación podrá adoptar cualquiera de las modalidades previstas en el artículo 10.

d. Que obtenga autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

3. Recibidas las nuevas ofertas, la Comisión Nacional del Mercado de Valores acordará la suspensión cautelar de la negociación bursátil de los valores afectados por la oferta, resultando de aplicación las condiciones establecidas en los artículos 13 y 14.

Si en la fecha señalada en el párrafo anterior subsistiera sólo una oferta, el oferente quedará dispensado de la obligación de presentar la comunicación descrita y podrá mantener o modificar su oferta en los términos previstos en el artículo 31.

4. No más tarde del día hábil siguiente a efectos bursátiles a aquel en que se acuerde la suspensión de la cotización, la Comisión Nacional del Mercado de Valores procederá a la apertura de los sobres, comunicará sus condiciones a todos los oferentes y al mercado mediante un hecho relevante, indicará qué ofertas modificadas serán tramitadas por reunir los requisitos establecidos y acordará el levantamiento de la suspensión.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores procederá a la apertura de los sobres el mismo día de su presentación o el siguiente hábil bursátil y comunicará sus condiciones a todos los oferentes y al mercado mediante la publicación en su página web.

5. En los supuestos de mejora señalados en los apartados 2 y 3 de este artículo, el oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la decisión adoptada, un suplemento al folleto en el que se detallen las modificaciones de la oferta con la misma precisión, extensión y exactitud que los puntos modificados y el modelo de los anuncios a publicar.

Consecuencia de la batalla por el control de Endesa.

En los dos días hábiles siguientes a la citada comunicación, cada oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la garantía complementaria que, en su caso, corresponda a la modificación presentada.

En los tres días hábiles siguientes, cada oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la garantía complementaria que corresponda a la modificación presentada.

Si la mejora no se ajustara a lo exigido en este Real Decreto o el oferente no presentara los documentos señalados en los párrafos precedentes, la Comisión Nacional del Mercado de Valores tendrá la mejora por no efectuada y difundirá públicamente tal circunstancia.

6. El oferente inicial, si no ha retirado su oferta, podrá modificar sus condiciones expresadas según los apartados 2 y 3 si cumple los siguientes requisitos:

a. que la contraprestación ofrecida en el sobre cerrado o a través de un medio equivalente no fuese inferior en un 2 por ciento a la contraprestación más alta ofrecida en los sobres o en un medio equivalente.

b. Que mejore las condiciones de la oferta u ofertas competidoras, bien elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida por la mejor de ellas al menos en un 1%; bien extendiendo la oferta inicial a un número de valores superior al menos en un 5% respecto a la mejor de las competidoras. No obstante, cuando la mejora sea distinta de la pura elevación del precio o de la pura extensión de la oferta a un número de valores superior, deberá presentarse un informe de experto independiente que acredite que la oferta mejora la última precedente salvo que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje valores y la nueva sea una contraprestación en efectivo cuyo importe supere el manifestado en cumplimiento de lo establecido en el artículo 14.4 de este Real Decreto.

Esta última mejora se presentará en el plazo máximo de cinco días hábiles desde la comunicación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores prevista en el apartado

	4.	
5. Una vez notificada al oferente la autorización, éste deberá proceder a la difusión de las nuevas condiciones de la oferta en los términos previstos en el artículo 18. De ser varios los oferentes que introduzcan modificaciones, tanto la autorización como la difusión de las nuevas condiciones deberán producirse en las mismas fechas.	7. Una vez notificada al oferente la autorización, éste deberá proceder en la fecha máxima que le indique la Comisión Nacional del Mercado de Valores a la difusión de las nuevas condiciones de la oferta en los términos previstos en el artículo 22. De ser varios los oferentes que introduzcan modificaciones, tanto la autorización como la difusión de las nuevas condiciones deberán producirse en las mismas fechas.	
6. Difundidas las nuevas condiciones, las declaraciones de aceptación que se hubieran producido con respecto a la oferta u ofertas anteriores podrán ser revocadas.		
7. El plazo de aceptación de las ofertas competidoras deberá extenderse hasta los 15 días naturales siguientes a la publicación de los anuncios a que se refiere el apartado 5, y deberá el oferente, en su caso, proceder a la ampliación del plazo de aceptación que resulte aplicable según lo dispuesto en los artículos 33.d y 35, en la forma prevista en el artículo 19.2.	El plazo de aceptación de las ofertas competidoras deberá extenderse hasta los 15 días naturales siguientes a la publicación de los anuncios a que se refiere el artículo 22, quedando ampliado automáticamente hasta esa fecha en la medida necesaria. La ampliación se anunciará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su página web.	
8. Será de aplicación a las ofertas reguladas en este artículo la obligación por parte del órgano de administración de la sociedad afectada de emitir un informe, en los términos previstos en el artículo 20, si bien el plazo para la publicación del informe del órgano de administración de la sociedad afectada será de cinco días naturales contados a partir de la fecha en que reciba la comunicación relativa a la autorización de la modificación.	8. Será de aplicación a las ofertas reguladas en este artículo la obligación por parte del órgano de administración de la sociedad afectada de emitir un informe, en los términos previstos en el artículo 24, si bien el plazo para la publicación del informe del órgano de administración de la sociedad afectada será de cinco días naturales contados a partir de la fecha en que se publique la modificación.	
9. Sin perjuicio de lo previsto en el artículo 34, salvo declaración expresa en contrario, sujeta a los mismos requisitos establecidos inicialmente para la aceptación de cada una de las ofertas, se entenderá que los destinatarios de éstas que las hubieran aceptado con anterioridad a sus modificaciones se adhieren a las respectivas ofertas modificadas.	9. Sin perjuicio de lo previsto en el artículo 43, salvo declaración expresa en contrario, sujeta a los mismos requisitos establecidos inicialmente para la aceptación de cada una de las ofertas, se entenderá que los destinatarios de éstas que las hubieran aceptado con anterioridad a sus modificaciones se adhieren a las respectivas ofertas modificadas.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.

		Artículo 46	**Igualdad informativa.**	
			1. La sociedad objeto de la oferta deberá garantizar que exista igualdad informativa entre los oferentes competidores. 2. A tal fin y cuando sea específicamente requerida para ello por un oferente o potencial oferente de buena fe, la sociedad objeto de la oferta habrá de poner a su disposición la información solicitada siempre que ésta hubiese sido facilitada a otros oferentes o potenciales oferentes. 3. La sociedad condicionará la entrega de información a que el destinatario garantice la debida confidencialidad de la misma; a su empleo al exclusivo fin de formular una oferta pública de adquisición y a que la información sea necesaria para la formulación de la oferta.	
Artículo 21	**Irrevocabilidad y condiciones de la oferta.**	**Artículo 30**	**Irrevocabilidad y condiciones de la oferta.**	
	Las ofertas públicas de adquisición serán irrevocables sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y forma previstos en este Real Decreto.		1. Las ofertas públicas de adquisición serán irrevocables desde el anuncio público a que se refiere el artículo 16, sin que haya lugar a su modificación, desistimiento o cesación de efectos sino en los casos y forma previstos en este Real Decreto.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003. Mayor detalle al establecer "desde el anuncio público"
	Sin perjuicio de lo anterior, es admisible someter la eficacia de las ofertas públicas de adquisición a condiciones cuyo cumplimiento implica la adopción de acuerdos por los órganos sociales de la sociedad afectada.		2. Las ofertas públicas de adquisición obligatorias no podrán estar sometidas a condición alguna, salvo lo dispuesto en el artículo 26 de este Real Decreto. Por el contrario, las ofertas públicas de adquisición voluntarias podrán estar sometidas a condición conforme a lo dispuesto en los artículos 13 y 26.	Adaptado al nuevo régimen de OPAs obligatorias *a posteriori*
Artículo 22	**Modificación de las características de la oferta.**	**Artículo 31**	**Modificación de las características de la oferta.**	

1. Se podrán modificar las características de la oferta en cualquier momento anterior a los últimos siete días hábiles previstos para su aceptación, siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, ya sea porque extienda la oferta inicial a un porcentaje superior del capital, ya porque mejore la contraprestación ofrecida. La modificación deberá respetar el principio de igualdad de trato para todos los destinatarios que se encuentren en iguales circunstancias.	1. Se podrán modificar las características de la oferta en cualquier momento anterior a los últimos 5 días naturales previstos para su aceptación, siempre que tal revisión implique un trato más favorable para los destinatarios de la oferta, ya sea porque extienda la oferta inicial a un número superior de valores, ya porque mejore la contraprestación ofrecida o porque se eliminen o minoren las condiciones a las que, en su caso, estuviera sujeta la oferta. La modificación deberá respetar el principio de igualdad de trato para todos los destinatarios que se encuentren en iguales circunstancias. En el caso de que la mejora de la contraprestación se realice modificando la naturaleza de la misma, será necesaria la opinión de un experto independiente que lo acredite, salvo que la contraprestación inicialmente ofrecida fuera una permuta o canje de valores y la nueva sea una contraprestación en efectivo cuyo importe supere el manifestado en cumplimiento de lo establecido en el artículo 14.4 de este Real Decreto.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con algunos cambios relevantes.
	2. El oferente podrá asociarse o concertarse con terceros con el fin de modificar su oferta, siempre que: a. El oferente y el, o los, terceros con los que se asocie o concierte asuman solidariamente la responsabilidad sobre la oferta modificada. b. La modificación de la identidad o composición del oferente y las demás variaciones se reflejen en un suplemento del folleto.	Nuevo
2. La decisión modificativa legalmente adoptada se acreditará por quien hubiese promovido la oferta mediante documento en el que figuren detalladamente las modificaciones de las características de la oferta, con referencia expresa a cada uno de los puntos del folleto inicial a que afecten y con mención detallada y separada de las causas determinantes de la modificación. Las modificaciones deberán describirse con la misma precisión,	3. La decisión o acuerdo de modificación de las características de la oferta se acreditará por el oferente en el suplemento en el que figuren detalladamente las modificaciones de las características de la oferta, con referencia expresa a cada uno de los puntos del folleto inicial a que afecten y con mención detallada y separada de las causas determinantes de la modificación. Las modificaciones deberán describirse con la misma	

extensión y exactitud que los puntos modificados.	precisión, extensión y exactitud que los puntos modificados.	
3. La modificación de las condiciones de la oferta deberá ser sometida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, quedando automáticamente prorrogado en siete días el plazo de aceptación de la oferta.	4. La modificación de las condiciones de la oferta deberá ser sometida a la autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores que deberá resolver en un plazo no superior a tres días hábiles desde la recepción de la solicitud. Durante dicho plazo se suspenderá el cómputo del plazo de aceptación.	
La Comisión Nacional del Mercado de Valores, de considerarlo necesario para el mejor análisis de la modificación propuesta, podrá prorrogar adicionalmente el plazo de aceptación de la oferta, publicándose dicha ampliación en la forma prevista en el artículo 18.	La Comisión Nacional del Mercado de Valores, de considerarlo necesario para el mejor análisis de la modificación propuesta, podrá ampliar el plazo de aceptación de la oferta, publicándose dicha ampliación por la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su página web.	
4. Aprobada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la modificación se publicará en la forma prevista en el artículo 18 antes de la finalización del plazo de aceptación de la oferta, prorrogada de acuerdo con lo previsto en el número 3.	5. Aprobada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la modificación se publicará por el oferente el siguiente día hábil a dicha aprobación.	
5. Será de aplicación a la modificación lo previsto en el artículo 20, si bien el plazo para la emisión del informe del órgano de administración será de cinco días contados desde que reciba la comunicación relativa a la modificación.	6. Será de aplicación a la modificación lo previsto en el artículo 24, si bien el plazo para la emisión del informe del órgano de administración de la sociedad afectada será de 5 días naturales contados desde la fecha de publicación a que se refiere el anterior apartado 5. Si resultara necesario, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar convenientemente el plazo de aceptación.	
6. Salvo declaración expresa en contrario, sujeta a los mismos requisitos establecidos para la aceptación de la primera oferta, se entenderá que los destinatarios de la oferta que la hubieran aceptado con anterioridad a su modificación se adhieren a la oferta revisada.	7. Salvo declaración expresa en contrario, sujeta a los mismos requisitos establecidos para la aceptación de la primera oferta, se entenderá que los destinatarios de la oferta que la hubieran aceptado con anterioridad a su modificación se adhieren a la oferta revisada.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
7. Lo señalado en los números anteriores se entiende sin perjuicio de lo previsto para el caso de ofertas competidoras, en cuyo caso se estará a lo establecido en el	8. Cuando se trate de ofertas competidoras se estará a lo establecido en el Capítulo IX de este Real Decreto.	

Capítulo V de este Real Decreto.			
Artículo 23	**Limitación de la actuación del oferente y modificación automática de la oferta.**	**Artículo 32**	**Limitación de la actuación del oferente.**
		1. Desde el anuncio público de una oferta pública de adquisición a que se refiere el artículo 16 y hasta la presentación de la oferta en los términos contemplados en el artículo 17, el oferente, los miembros de sus órganos de administración y dirección, sus accionistas de control, sus asesores, las personas con las que actué concertadamente y las demás que intervengan en la operación se abstendrán de difundir o publicar por cualquier medio cualquier dato o información que no conste en el anuncio previo de la oferta.	Adaptado al nuevo modelo de anuncio de intención de lanzar una OPA establecido en el artículo 16.
		2. En el caso de una oferta obligatoria, mientras la oferta no sea autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el oferente y quienes actúen en concierto con él no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta, ni designar, directa o indirectamente, a ningún miembro adicional de los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada.	Adaptado al nuevo régimen de OPAs obligatorias *a posteriori.* Criticado por Sánchez Calero (2009) al reiterar lo dicho en el artículo 26 y por su contradicción con respecto a lo dicho al respecto de designar miembros de órganos de administración de la sociedad afectada.
		3. Sin perjuicio de lo establecido en los apartados siguientes, el oferente podrá adquirir valores de la sociedad afectada en todo momento. Ahora bien, en caso de que la oferta estuviera condicionada a la obtención de un número mínimo de aceptaciones, la adquisición de valores emitidos por la sociedad afectada por el oferente al margen de la oferta, desde el anuncio público de la oferta a que se refiere el artículo 16 y hasta la fecha de publicación del resultado de la misma, determinará la eliminación de la condición señalada y de cualquier otra que se hubiera establecido.	Adaptado al nuevo régimen de OPAs obligatorias *a posteriori*
1. Cuando la contraprestación de la oferta consista en valores, o en metálico y valores, el oferente no podrá		4. Cuando la contraprestación de la oferta consista en valores de la sociedad afectada, o en una combinación de	Consecuencia de lo acontecido en la batalla por el control de Endesa.

adquirir valores de la sociedad afectada hasta la publicación del resultado de la oferta.

efectivo y valores de la sociedad afectada y el oferente o las personas concertadas con él que adquieran valores de la sociedad afectada al margen de la oferta, desde el anuncio público de la oferta a que se refiere el artículo 16 y hasta la fecha de publicación del resultado de la misma, el oferente vendrá obligado a ofrecer a todos los destinatarios de la oferta como contraprestación alternativa a la inicialmente fijada, una contraprestación en efectivo que en ningún caso podrá ser inferior al precio más alto pagado por los valores adquiridos de aquella forma. Asimismo, esta obligación será aplicable aun cuando los valores ofrecidos en la contraprestación no sean de la sociedad afectada si el oferente o las personas concertadas con él adquieran los valores ofrecidos en la contraprestación al margen de la oferta, desde el anuncio público de la oferta a que se refiere el artículo 16 y hasta la fecha de publicación del resultado de la misma. En tales casos deberán ampliarse, en cuanto proceda, las garantías que en su caso, hubiesen sido aportadas. La ampliación deberá hacerse efectiva en el plazo de tres días hábiles desde que se produjo la adquisición.

2. Cuando la contraprestación de la oferta consista exclusivamente en dinero, la adquisición por el oferente, desde la presentación de la oferta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores hasta la publicación de sus resultados, de valores objeto de la oferta por precio superior al fijado en el folleto o en sus modificaciones, determinará automáticamente la elevación del precio ofrecido hasta el más alto de los satisfechos, y que se tengan por no puestos los límites mínimo y máximo a los que pudiera haberse sujetado la oferta. En estos casos deberán ampliarse, en cuanto proceda, las garantías ya aportadas.

5. Cuando la contraprestación de la oferta consista exclusivamente en efectivo, la adquisición por el oferente o por personas que actúen en concierto con el mismo, de valores objeto de la oferta por precio superior al fijado en el folleto o en sus modificaciones, determinará automáticamente la elevación del precio ofrecido hasta el más alto de los satisfechos. En tales casos deberán ampliarse, en cuanto proceda, las garantías que en su caso, hubiesen sido aportadas. La ampliación deberá hacerse efectiva en el plazo de tres días hábiles desde que se produjo la adquisición.

Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con algunos cambios relevantes.

3. Cuando la oferta pública de adquisición no se hubiera extendido a la totalidad de los valores de la sociedad afectada y hubiera tenido resultado positivo, el oferente, en un plazo de seis meses, a contar desde la publicación del resultado de la oferta, no podrá adquirir valores de la sociedad afectada, directamente o de forma concertada, sin formular nueva oferta pública de adquisición, en las mismas condiciones que la precedente, pero dirigida a la totalidad de los valores de la sociedad afectada. Transcurrido dicho plazo, serán de aplicación las reglas generales previstas en el artículo 1 de este Real Decreto.		Eliminado al desaparecer la posibilidad de OPAs obligatorias parciales.
	6. Cuando el oferente o las personas que actúen en concierto con él adquieran los valores objeto de la oferta deberán comunicarlo en el mismo día a la Comisión Nacional del Mercado de Valores así como los precios pagados y acordados. Esta información tendrá la consideración de información relevante. Si resultara necesario, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar convenientemente el plazo de aceptación y adoptar las demás medidas que resulten necesarias como consecuencia de la modificación sobrevenida en las condiciones de la oferta, incluyendo, en su caso, la presentación por el oferente de un suplemento al folleto.	
	7. En ningún caso, el oferente o las personas que actúen en concierto con el mismo, podrán transmitir acciones de la sociedad afectada hasta la liquidación de la oferta. Esta regla se aplicará igualmente a la transmisión de los valores ofrecidos en las ofertas cuya contraprestación consista total o parcialmente en valores.	Incluido debido a lo acontecido en la guerra por el control de Metrovacesa en el año 2006.
Artículo 24 Desistimiento y cese de efectos de la oferta.	**Artículo 33 Desistimiento y cese de efectos de la oferta.**	
1. El oferente únicamente podrá desistir de la oferta en los siguientes supuestos:	1. Una vez presentada una oferta voluntaria el oferente únicamente podrá desistir de la misma en los siguientes supuestos:	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, adaptada al nuevo modelo de OPA obligatoria *a posteriori*.
a. Cuando se presente una oferta competidora, según lo	a. Cuando se autorice una oferta competidora, según lo	

previsto en el capítulo V.	dispuesto en el capítulo IX.	
b. Cuando la Junta General de la sociedad oferente adopte un acuerdo contrario a la propuesta de aumento de capital social, en el caso de que los valores ofrecidos en canje sean de nueva emisión.		
c. En los supuestos previstos en el apartado segundo, en los párrafos b y c del apartado cuarto y en los párrafos b y c del apartado séptimo del artículo 37.	b. En los supuestos previstos en las letras b, c y d del apartado 1 del artículo 26.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con retoques técnicos.
d. Cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse, siempre que se obtenga previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.	c. Cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que se obtenga la previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.	
	d. Cuando, de acuerdo con lo previsto en el artículo 28, la Junta General de Accionistas de la sociedad afectada adopte alguna decisión o acuerdo que, a juicio del oferente, le impida mantener su oferta, siempre que el propio oferente no haya intervenido, directa o indirectamente, a favor de la adopción de dicho acuerdo y obtenga la previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La misma regla se aplicará a los supuestos en los que la actuación del órgano de administración no quede sujeta a esa limitación conforme al procedimiento del artículo 28.5.	
	No obstante, en el caso de acuerdos de los señalados en la letra d del artículo 28.1, el oferente podrá mantener la oferta y ajustar su contraprestación, siempre que, a la vista de las circunstancias del caso, la eventual reducción en la contraprestación nueva no exceda de lo necesario para preservar la equivalencia financiera con la antigua y obtenga la previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.	Cambio relacionado con el artículo 28, y que parece haber sido influenciado por lo sucedido en el caso Endesa.
	2. Cuando se trate de una oferta obligatoria, el oferente	

	podrá desistir de la misma en los siguientes supuestos:	
	a. Cuando por circunstancias excepcionales, ajenas a la voluntad del oferente, la oferta no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que se obtenga la previa conformidad de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.	
	b. En los supuestos previstos en las letras b, c y d del apartado 1 del artículo 26.	
	c. Cuando, al término del procedimiento aplicable a las ofertas competidoras, se mantuviera una oferta competidora no sujeta a condición que mejore los términos de aquella, según lo dispuesto en el capítulo IX.	
2. Sin perjuicio de lo dispuesto en el apartado 2 del artículo anterior, la oferta quedará sin efecto cuando no sea aceptada por el volumen mínimo de capital al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando el oferente en fase de liquidación renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos.	3. Las ofertas voluntarias quedarán sin efecto cuando no sean aceptadas por el número mínimo de valores al que, en su caso, se hubiera condicionado, salvo cuando el oferente renuncie a la condición adquiriendo todos los valores ofrecidos.	
Tratándose de otras condiciones impuestas, la oferta quedará sin efecto cuando el último día del período de aceptación, en su caso prorrogado conforme a lo previsto en este Real Decreto, las condiciones no se hubieran cumplido, salvo que el oferente renuncie a este cumplimiento. En este último supuesto, resultará aplicable lo previsto en el artículo 22.6.	Tratándose de otras condiciones impuestas, la oferta quedará sin efecto si al finalizar el plazo de aceptación, las condiciones no se hubieran cumplido, salvo que el oferente hubiese renunciado a su cumplimiento como máximo el día anterior a la finalización del plazo de aceptación. En este último supuesto, resultará aplicable lo previsto en el artículo 31.7.	
3. La decisión de desistir de la oferta, con indicación expresa y detallada de su motivo, se comunicará inmediatamente por el oferente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Igualmente se comunicarán las demás causas que dejen sin efecto la oferta.	4. La decisión de desistir de la oferta, con indicación expresa y detallada de su motivo, se comunicará inmediatamente por el oferente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Igualmente se comunicarán las demás causas que dejen sin efecto la oferta.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
Tales comunicaciones se harán públicas en la forma prevista en el artículo 18.1, en el plazo máximo de dos días desde que fueran recibidas por la Comisión Nacional del	Tales comunicaciones se harán públicas en la forma prevista en el artículo 22, en el plazo máximo de dos días hábiles desde que fueran recibidas por la Comisión	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.

Mercado de Valores.	Nacional del Mercado de Valores.	
4. Una vez publicado el desistimiento de la oferta o la causa que la deje sin efecto, quedarán ineficaces las aceptaciones que se hubieren prestado a la misma, corriendo a cargo del oferente los gastos ocasionados por la aceptación.	5. Una vez publicado el desistimiento de la oferta o la causa que la deje sin efecto, quedarán ineficaces las aceptaciones que se hubieren presentado, corriendo a cargo del oferente los gastos ocasionados por la aceptación.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeños retoques técnicos.
Artículo 16	**Anuncio de la oferta.**	
	1. Cuando se trate de ofertas voluntarias, tan pronto como se haya adoptado la decisión de formular una oferta pública de adquisición y siempre que se haya asegurado que se puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo o previa adopción de todas las medidas razonables para garantizar el cumplimiento de cualquier otro tipo de contraprestación, el oferente deberá hacer pública y difundir esa decisión en los términos establecidos en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores. 2. Quien se encuentre en alguno de los supuestos señalados en los artículos 3 y 7 deberá hacerlo público y difundirlo en los términos establecidos en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, incluyendo, si procede, bien su intención de solicitar una dispensa; bien su decisión de formular una oferta pública de adquisición; o bien su intención de reducir su participación por debajo del umbral que le obligue a formular la oferta. En el caso de que le sea denegada la dispensa, el oferente deberá hacer pública y difundir en los mismos términos aquí establecidos la decisión de formular la oferta. 3. Cuando la adquisición o transmisión de la titularidad o el control de los valores objeto de la oferta requiera la obtención de alguna autorización o verificación administrativa con carácter previo a su formulación, deberá indicarse esta circunstancia.	Artículo introducido como consecuencia del artículo 6 de la Directiva 25/2004 (y de la Propuesta modificada de la decimotercera Directiva de 1990)

	4. Cuando se haya autorizado una oferta pública de adquisición sobre una sociedad no podrá anunciarse una nueva oferta pública de adquisición voluntaria sobre la misma si ha finalizado el plazo para la presentación de una oferta competidora, hasta que no haya finalizado el plazo de aceptación de las precedentes.	Novedad introducida a raíz de lo sucedido en la batalla por el control de Endesa.
	5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá determinar a través de Circular el modelo al que deban ajustarse los anuncios a que se refiere el presente artículo.	Circular 8/2008, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores.
Artículo 12 Presentación de la oferta.	**Artículo 17 Presentación de la oferta.**	
1. Toda persona física o jurídica que pretenda realizar una oferta pública de adquisición de valores deberá solicitar autorización a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Al escrito de solicitud se acompañará un folleto explicativo de la oferta y la documentación que resulte necesaria, de acuerdo con lo previsto en este Real Decreto. Dichos documentos deberán ser suscritos por el oferente o persona con poder para obligarle y contendrán la información necesaria para que las personas a quienes vaya dirigida la oferta puedan formular un juicio fundado sobre ella.	1. Toda persona física o jurídica que esté obligada a formular una oferta pública de adquisición o que vaya a formular una oferta pública de las referidas en el capítulo III, deberá solicitar autorización a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Para ello, será necesario un escrito de solicitud de autorización suscrito por el oferente o persona con poder para obligarle que deberá contener las principales características de la operación y que se ajustará al modelo que, en su caso, se determine mediante Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Al escrito de solicitud se acompañará la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la oferta pública adoptado por la persona u órgano competente y el folleto explicativo de la oferta, suscrito por la persona que figure como responsable, que deberá contener la información necesaria para que las personas a quienes vaya dirigida la oferta puedan formular un juicio fundado sobre ella. El escrito de solicitud se incorporará inmediatamente al registro de información regulada previsto en el artículo 92 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.	Se mantiene el esquema del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003 con un detalle mucho mayor que en parte pudo estar influenciado por la OPA de Gas Natural sobre Endesa, tal y como puede verse en Plasencia (2010).

En el caso de una oferta voluntaria, se indicará si la decisión de promover la oferta pública está condicionada a su aprobación por la Junta General de Accionistas de la sociedad oferente y, en su caso, se aportará la documentación correspondiente en cuanto se obtenga dicha aprobación.

Los demás documentos que resulten necesarios según lo previsto en el artículo 20 podrán presentarse al tiempo de la solicitud o durante los 7 días hábiles siguientes como máximo.

2. La solicitud de autorización deberá presentarse durante el mes siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta de acuerdo con lo previsto en el artículo 16.1. Cuando se haya adquirido una participación de control o se hayan designado a más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, la solicitud de autorización deberá presentarse durante el mes siguiente a la fecha en la que surja la obligación de formular la oferta. Asimismo, en los supuestos señalados en el artículo 7 de este Real Decreto la oferta deberá presentarse, en su caso, en los tres meses siguientes a la fecha en la que se produzca la toma de control.

3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores revisará la solicitud de autorización y la documentación presentada y declarará, en su caso, su admisión a trámite en un plazo que no excederá de siete días hábiles desde que se completara la documentación a que hace referencia el apartado 1, notificándoselo a los interesados. Si la Comisión Nacional del Mercado de Valores no se pronuncia en el plazo señalado, la solicitud se entenderá admitida a trámite.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web, el mismo día en el que tome la decisión, las admisiones a trámite, así como los casos de

inadmisión, con indicación de los motivos.

4. La solicitud de autorización de una oferta no será admitida a trámite cuando concurra alguna de las siguientes circunstancias, y no fuera subsanada en el plazo establecido en el apartado anterior.

a. que el folleto contenga errores esenciales o no incluya la información mínima prevista en el anexo I.

b. Que falte la documentación acreditativa de la constitución de garantías o cualquiera de los demás documentos enumerados en el artículo 20, o se presenten con errores o vicios graves.

c. Que la solicitud incumpla de forma manifiesta lo dispuesto en este Real Decreto.

2. Cuando el oferente sea una persona jurídica, la decisión de promover la oferta pública corresponderá a su órgano de administración, salvo cuando dicha decisión se adopte por la propia Junta General u órgano equivalente.

Artículo 13 Suspensión de la negociación de los valores.

1. Una vez recibida la solicitud de autorización, la Comisión Nacional del Mercado de Valores acordará la suspensión cautelar de la negociación bursátil de los valores afectados por la oferta. El acuerdo de suspensión indicará que ésta se debe a la presentación de la oferta pública de adquisición.

2. La suspensión cautelar se comunicará de inmediato a las sociedades rectoras de las Bolsas de valores en las que estuvieran admitidos a negociación los valores afectados, en su caso, a la Sociedad de Bolsas, y, además, al Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio y al Consejo General del Notariado.

3. Durante el período de suspensión de la negociación bursátil de los valores, las sociedades y agencias de valores y los fedatarios públicos deberán poner en conocimiento de las sociedades rectoras de las Bolsas de valores de las que sean miembros o del correspondiente colegio, según proceda, a más tardar al día siguiente de la operación, las operaciones sobre los valores afectados por la suspensión en que hubieran intervenido, con indicación del transmitente y el adquirente, el título o causa de la transmisión, fecha de ésta, y la contraprestación recibida. Las señaladas sociedades rectoras y colegios comunicarán dicha información a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el plazo de dos días a contar desde la fecha en que tuvieran conocimiento de las operaciones.

4. La suspensión cautelar quedará sin efecto al día siguiente de la publicación de cualquiera de los anuncios de la oferta pública a que se refiere el artículo 18, o cuando la Comisión Nacional del Mercado de Valores así lo disponga.

Artículo 15 Contenido del folleto.

1. El folleto explicativo de la oferta, que deberá ser suscrito en todas sus hojas por persona con representación suficiente se redactará de tal manera que resulte fácil el análisis y comprensión de su contenido, comprenderá la información siguiente:

I. Elementos subjetivos de la oferta:

a. Denominación y domicilio de la sociedad afectada.

b. Nombre y domicilio del oferente o, cuando sea una persona jurídica, denominación o razón social, domicilio y objeto social.

c. Entidades que pertenezcan al mismo grupo que el

Artículo 18 Contenido del folleto.

1. El folleto explicativo de la oferta, que deberá ser suscrito en todas sus hojas por persona con representación suficiente, se redactará de tal manera que resulte fácil el análisis y comprensión de su contenido y comprenderá la información establecida en el anexo del presente Real Decreto.

Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, con remisión al anexo del Real Decreto.

oferente, con indicación de la estructura del grupo.

d. Personas responsables del folleto.

e. Relación de los valores de la sociedad afectada de los que sean titulares directa o indirectamente el oferente, las sociedades de su mismo grupo, otras personas que actúen por cuenta del oferente o concertadamente con él y, de ser el oferente una persona jurídica, los miembros de sus órganos de administración, con indicación de los derechos de voto correspondientes a los valores y de la fecha y precio de los adquiridos en los últimos doce meses.

f. Cuando el oferente sea una sociedad, los valores de dicha sociedad en poder de la sociedad afectada, con indicación de los derechos de voto que les corresponda.

g. Eventuales acuerdos, expresos o no, entre el oferente y los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada; ventajas específicas que el oferente haya reservado a dichos miembros; y, de darse cualquiera de las anteriores circunstancias, referencia a los valores de la sociedad oferente poseídos por dichos miembros.

h. Información sobre la actividad y situación económico-financiera de la sociedad oferente, con identificación de su patrimonio, cifra de negocios, activos totales, endeudamiento y resultados, y referencia expresa a cualquier salvedad o indicación relevante que conste en los informes de auditoría en relación con ellos. Cuando la sociedad oferente forme parte de un grupo, la citada información deberá referirse no sólo a la sociedad oferente, sino también a los estados financieros del grupo consolidado.

II. Elementos objetivos de la oferta:

a. Valores a los que se extiende la oferta.

b. Contraprestación ofrecida por los valores.

c. Cuando la contraprestación consista total o parcialmente en canje por otros valores emitidos por sociedad distinta de la oferente, se incluirá en el folleto:

Información sobre la situación económico-financiera de la sociedad emisora, con detalle similar al señalado en la letra g del epígrafe I precedente, de forma que resulte posible formar adecuado juicio sobre la estimación del valor ofrecido.

Derechos y obligaciones que incorporen los valores, con expresa referencia a las condiciones y a la fecha a partir de la cual dan derecho a participar en beneficios, así como mención expresa de si gozan o no de derecho de voto.

Valoración realizada por experto independiente.

d. Número máximo de valores a los que se extiende la oferta y, en su caso, número mínimo de valores a cuya adquisición se condicione la efectividad de la oferta. En este último supuesto, la diferencia entre el número máximo y mínimo de valores habrá de ser igual o superior al 20% del referido número máximo.

e. Tipo de garantías constituidas por el oferente para la liquidación de su oferta y, una vez presentada, la documentación acreditativa de aquéllas, identidad de las entidades financieras con las que hayan sido constituidas, en su caso, y su importe.

f. Declaración relativa a un posible futuro endeudamiento del oferente así como, en su caso, de la sociedad afectada para la financiación de la oferta.

g. Todas las demás condiciones a las que esté sujeta la oferta.

III. Elementos formales:

a. Plazo de aceptación de la oferta.

b. Formalidades que deben cumplir los destinatarios de la oferta para manifestar su aceptación, así como la forma y plazo en el que recibirán la contraprestación.

c. Gastos de aceptación y liquidación de la oferta que sean de cuenta de los destinatarios, o distribución de los mismos entre el oferente y aquéllos.

d. Designación de las Sociedades o agencias de Valores y Bolsa que actúen por cuenta del oferente.

IV. Otras informaciones:

a. Finalidad perseguida con la adquisición, mencionando expresamente las intenciones del oferente sobre la actividad futura de la sociedad afectada. Se incluirán, en su caso, eventuales planes relativos a la utilización de activos de la sociedad afectada, y los que se refieran a los órganos de administración de la sociedad afectada, así como las modificaciones de los estatutos de la sociedad afectada y las iniciativas con respecto a la cotización de los títulos de dicha sociedad.

b. Posibilidad o no de que el resultado de la oferta quede afectado por la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia o por el Reglamento (CEE) número 4064/1989 del Consejo de las Comunidades Europeas, y, en su caso, eventuales actuaciones que pretenda o deba iniciar el oferente ante los órganos de Defensa de la Competencia, con indicación de sus posibles consecuencias de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 37 y 38.

2. El folleto podrá contener cualquier otra información que el oferente considere oportuno incluir. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá exigir al oferente

2. El folleto deberá contener cualquier otra información que el oferente considere oportuno incluir con el fin de que sus destinatarios puedan formarse un juicio fundado

Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeños retoques técnicos. Posible influencia de la OPA de Telefónica sobre Terra

que incluya en el folleto cuanta información adicional estime necesaria, y que aporte la documentación complementaria que entienda conveniente. Asimismo, la Comisión podrá incluir en el folleto advertencias y consideraciones que faciliten su análisis y comprensión.	sobre la oferta. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá exigir al oferente que incluya en el folleto cuanta información adicional estime necesaria y que aporte la documentación complementaria que entienda conveniente. Asimismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá incluir en el folleto advertencias y consideraciones que faciliten su análisis y comprensión.	Networks
3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá eximir de la obligación de incluir en el folleto algunas de las informaciones señaladas en este artículo cuando no estén a disposición del oferente, siempre que no afecten a hechos o circunstancias esenciales para formular un juicio fundado sobre la oferta.	3. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá eximir de la obligación de incluir en el folleto algunas de las informaciones señaladas en este artículo y en el anexo del Real Decreto cuando no estén a disposición del oferente, siempre que no afecten a hechos o circunstancias esenciales para formular un juicio fundado sobre la oferta.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeños retoques técnicos.
	4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá aprobar mediante Circular los modelos de los folletos explicativos de las ofertas que en cada caso deban presentarse.	
	5. Si una vez publicado el folleto se produjera alguna circunstancia que exija la incorporación de informaciones o datos adicionales, el oferente podrá aportarlos mediante un suplemento en los términos que podrá determinar la Comisión Nacional del Mercado de Valores mediante Circular.	
	6. En el supuesto de que se ofrezca como contraprestación valores emitidos o a emitir, el oferente podrá optar, bien por incluir en el folleto información sobre dichos valores equivalente a la que fuera requerida en caso de realizar una oferta pública de venta o suscripción de valores, de acuerdo con lo previsto en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre, por el que se desarrolla parcialmente la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en materia de admisión a negociación de valores en mercados secundarios oficiales, de ofertas públicas de venta o suscripción y del folleto exigible a tales efectos; o bien, incorporar por referencia al folleto de la oferta un	

		folleto autorizado y vigente de conformidad con dicho Real Decreto. 7. El folleto deberá estar redactado en castellano, salvo, en su caso, la información que se incorpore por referencia, conforme al apartado anterior. En ese caso, el resumen del folleto incorporado por referencia deberá estar traducido al castellano. 8. Además el folleto podrá contener información por referencia a uno o más documentos que hayan sido publicados previa o simultáneamente a la aprobación del folleto. Dichos documentos deberán haber sido aprobados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores o depositados en ella, o bien haber sido aprobados por o depositados en la autoridad competente de otro Estado miembro de la Unión Europea siempre que se trate del Estado de origen del emisor de los valores que se ofrezcan como contraprestación.	
Artículo 16	**Documentación que ha de acompañar al folleto de la oferta.**	**Artículo 20**	**Documentación complementaria.**
1. Además del folleto explicativo de la oferta, deberá aportarse la siguiente documentación: a. Documento acreditativo de la garantía de la oferta. En el supuesto de que ésta se haya constituido mediante aval de entidad crédito, los documentos acreditativos podrán presentarse dentro de los dos días hábiles siguientes a la notificación del acuerdo de suspensión de la negociación de los valores a que se refiere el artículo 13. b. Autorización o verificación administrativa, si la operación lo requiere.		1. Además del folleto explicativo de la oferta, deberán aportarse los siguientes documentos: a. Documentación acreditativa de la garantía de la oferta en los términos del artículo 15. b. Solicitud de autorización o verificación administrativa o, en su caso, documentación acreditativa de dicha autorización o verificación, si la operación lo requiere. c. Documentación acreditativa del precio de la oferta e informes de valoración cuando corresponda.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con retoques técnicos.

	d. Certificados de legitimación acreditativos de la inmovilización de los valores de la sociedad afectada, en el caso que proceda.
c. Modelo de los anuncios a publicar de acuerdo con el artículo 18.	e. Modelo de los anuncios a publicar previstos en el artículo 22 y certificación acreditativa de las otras formas de publicidad o difusión por cualquier medio de la oferta, en su caso, previstas.
2. En el supuesto en que el oferente sea una persona jurídica:	2. En el supuesto en que el oferente sea una persona jurídica:
a. Certificado del acuerdo de promover la oferta pública de adquisición adoptado por el órgano competente.	
b. Certificación del Registro Mercantil acreditativa de la constitución de la sociedad oferente y de las posteriores modificaciones estatutarias.	a. Certificación acreditativa de la constitución de la sociedad oferente y de sus estatutos vigentes expedida por el Registro Mercantil de que se trate en el caso de sociedades con domicilio social en España o de la forma que legalmente corresponda en los demás casos. Cuando la sociedad tenga sus acciones admitidas a negociación en un mercado secundario oficial español, esta obligación se entiende satisfecha al estar depositados sus estatutos en vigor en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
c. Auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad oferente y, en su caso, de su grupo, correspondiente, al menos, al último ejercicio cerrado o aprobado.	b. Auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad oferente y, en su caso, de su grupo, correspondiente, al menos, al último ejercicio cerrado o aprobado, salvo que se encontrara ya depositada en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores o salvo que la sociedad no esté sujeta a la obligación de auditoría. Si la sociedad oferente no tiene actividad o ha sido creada para la realización de la oferta, se aportarán las auditorías de cuentas de los estados financieros del último ejercicio cerrado o aprobado correspondientes a sus accionistas o socios de control y, en su caso de sus respectivos grupos,

	siempre que se trate de personas jurídicas. En caso de que la sociedad oferente haya publicado, en cualquier forma, estados financieros posteriores al cierre de las cuentas anuales a que se refieren los párrafos anteriores, se aportarán también dichos estados financieros, salvo que se encontraran depositados en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.	
3. Cuando la contraprestación consista en valores ya emitidos por una sociedad distinta de la oferente, auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad emisora y, en su caso, de su grupo, correspondiente, al menos, al último ejercicio, así como los datos previstos en el apartado b del número anterior.	3. Cuando la contraprestación consista en valores ya emitidos por una sociedad distinta de la oferente, deberá aportarse asimismo auditoría de cuentas de los estados financieros de la sociedad emisora y, en su caso, de su grupo, correspondiente, al menos, al último ejercicio, así como los documentos previstos en la letra a del apartado 2 con las excepciones señaladas para el caso de que dichos documentos se encuentren ya depositados en los registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.	
Artículo 17 Autorización de la oferta.	**Artículo 21 Autorización de la oferta.**	
1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores examinará el folleto presentado y la documentación adjunta al mismo, autorizando o denegando la oferta. La Comisión podrá recabar del oferente la aportación de la información adicional necesaria.	1. La Comisión Nacional del Mercado de Valores examinará el folleto presentado y la documentación complementaria y autorizará o denegará la oferta. La Comisión podrá recabar del oferente la aportación de la información adicional necesaria.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con retoques técnicos.
2. El acuerdo de denegación deberá ser motivado y fundamentarse en el incumplimiento de lo previsto en el presente Real Decreto o en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y demás normativa aplicable.	2. El acuerdo de denegación deberá ser motivado y fundamentarse en el incumplimiento de lo previsto en la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en el presente Real Decreto y demás normativa aplicable.	
3. El acuerdo de autorización o denegación deberá adoptarse en un plazo de quince días hábiles a partir de la recepción de la solicitud o, en su caso, de la información adicional requerida.	3. El acuerdo de autorización o denegación deberá adoptarse en un plazo de veinte días hábiles a partir de la recepción de la solicitud.	

	En el caso de que los documentos complementarios se reciban después de dicha solicitud según lo dispuesto en el artículo 17 o, cuando se requieran informaciones o documentos adicionales, el plazo señalado en el párrafo anterior se computará desde la fecha en que se registren dichos documentos o informaciones.	
De acuerdo con lo previsto en el artículo 16 de la Ley del Mercado de Valores, el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores pondrá fin a la vía administrativa, siendo recurrible ante la jurisdicción contencioso-administrativa.	De acuerdo con lo previsto en el artículo 16 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores pondrá fin a la vía administrativa, siendo recurrible ante la Jurisdicción Contencioso Administrativa, sin perjuicio de la interposición, en su caso, de recurso potestativo de reposición.	
4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores comunicará el acuerdo adoptado al oferente, a la sociedad afectada, y a las sociedades rectoras de las Bolsas, así como al Consejo General de los Colegios Oficiales de Corredores de Comercio y al Consejo General de Notariado.	4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores notificará el acuerdo adoptado al oferente, a la sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas y a la Sociedad de Bolsas así como a cualesquiera otros organismos o autoridades cuya notificación pudiera considerarse necesaria y difundirá dicho acuerdo mediante la publicación en su página web.	
	5. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá adaptar, cuando sea necesario, el procedimiento, los plazos y los demás requisitos formales aplicables a las ofertas públicas de adquisición que se formulen simultáneamente en un mercado secundario oficial español y en otro mercado de un Estado no perteneciente a la Unión Europea.	Nuevo.
Artículo 18 Publicación de la oferta.	**Artículo 22 Publicación de la oferta por el oferente.**	
1. Una vez notificada al oferente la autorización, deberá este proceder, en el plazo máximo de cinco días hábiles, a la difusión pública y general de la oferta. A dicho fin habrá de publicar los anuncios correspondientes en el *Boletín Oficial del Registro Mercantil*, en el *Boletín de Cotización* de las Bolsas de Valores donde los valores afectados estén admitidos a negociación y en dos periódicos como mínimo,	1. Una vez notificada al oferente la autorización, deberá éste proceder, en el plazo máximo de cinco días hábiles, a la difusión pública y general de la oferta. A dicho fin habrá de publicar los anuncios correspondientes, en el *Boletín de Cotización* de las Bolsas de Valores donde los valores afectados estén admitidos a negociación y en todas ellas si están integrados en el Sistema de	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con retoques técnicos.

uno de ellos de difusión nacional y el otro de entre los de mayor circulación en el lugar de domicilio de la sociedad afectada.	Interconexión Bursátil Español, y, como mínimo, en un periódico de difusión nacional.	
2. Los anuncios, cuya repetición o ampliación podrá ser exigida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, contendrán los datos esenciales de la oferta pública que consten en el folleto e indicarán los lugares en donde dicho folleto y documentación se encuentran a disposición de los interesados.	2. Los anuncios, cuya repetición o ampliación podrá ser exigida por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, contendrán los datos esenciales de la oferta pública que consten en el folleto y se ajustarán al modelo registrado como documento complementario del folleto e indicarán los lugares en donde dicho folleto y documentación se encuentran a disposición de los interesados.	
3. En todo caso, el oferente, desde el día siguiente de la publicación del primer anuncio, pondrá a disposición de los interesados ejemplares del folleto explicativo de la oferta, así como la documentación que ha de acompañar al mismo prevista en el artículo 16 del presente Real Decreto depositándolos, como mínimo, en las Sociedades rectoras de las Bolsas de Valores en las que estén admitidos a negociación los valores afectados, en el domicilio del oferente, en el de la sociedad afectada y en las Sociedades o agencias de Valores y Bolsa que actúen por cuenta del oferente.	3. En todo caso, el oferente, desde el día hábil bursátil siguiente al de la publicación del primer anuncio, pondrá a disposición de los interesados ejemplares del folleto explicativo de la oferta, así como la documentación que ha de acompañar al mismo prevista en el artículo 20 del presente Real Decreto.	
	El folleto y la demás documentación que deberá acompañarlo se considerará puesto a disposición del público cuando se publique, a elección del oferente, a través de cualquiera de los medios siguientes: a. En uno o más periódicos de difusión nacional. b. En un formato impreso que deberá ponerse gratuitamente a disposición del público en las Bolsas de Valores o en los mercados en los que los valores estén admitidos a negociación o en los domicilios sociales del oferente, de la sociedad afectada o de la entidad que actúe como intermediaria y liquidadora de la oferta.	Nuevo por influencia del artículo 8 de la Directiva 2004/25/CE y de las nuevas posibilidades de difusión en formato electrónico favorecidas por Internet.

c. En formato electrónico en la página web del oferente, de la sociedad afectada, de las Bolsas de Valores o mercados en los que estén admitidos a negociación los valores.

d. En formato electrónico en la página web de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en el caso de que la Comisión Nacional del Mercado de Valores ofrezca este servicio para los folletos que apruebe.

4. La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web, a su elección, bien todos los folletos aprobados en los 12 meses anteriores, bien la lista de tales folletos, incluyendo, si procede, un enlace hipertexto con el folleto publicado en la página web del oferente o del mercado.

5. En los casos en que el folleto se ponga a disposición mediante su publicación en formato electrónico, el oferente deberá entregar gratuitamente una copia en papel al inversor que lo solicite.

Artículo 19 Plazo de aceptación.	**Artículo 23 Plazo de aceptación.**	
1. El plazo para la aceptación de la oferta se fijará por el oferente, no siendo inferior a un mes ni superior a dos meses, contados a partir de la fecha de publicación del primer anuncio a los que se refiere el artículo 18.	1. El plazo para la aceptación de la oferta se fijará por el oferente, no siendo inferior a quince días naturales ni superior a setenta, contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primer anuncio a los que se refiere el artículo 22.	Artículo modificado como consecuencia del artículo 7 de la Directiva 25/200, s bien se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
2. Siempre que no se rebase el límite máximo fijado en el párrafo precedente, el promotor de la oferta podrá prorrogar el plazo inicialmente concedido, previa autorización de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y previo anuncio de la prórroga en los mismos medios en que hubiera sido publicado el anuncio de la oferta, con antelación de al menos tres días a la finalización del plazo inicial.	2. Siempre que no se rebase el límite máximo fijado en el apartado precedente, el oferente podrá ampliar el plazo inicialmente concedido, previa comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. La ampliación deberá anunciarse en los mismos medios en que hubiera sido publicada la oferta, al menos tres días naturales antes del término del plazo inicial, indicándose las circunstancias que la motivan.	

	3.Tratándose de ofertas condicionadas conforme a lo previsto en el artículo 21, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar el plazo previsto en el anterior apartado 1, con objeto de que la sociedad afectada pueda celebrar una Junta General para que el Consejo de Administración informe a los accionistas sobre las condiciones de la oferta y, en su caso, se adopten los acuerdos que correspondan. La prórroga se anunciará de acuerdo con lo señalado en el apartado 2.		3. El plazo de aceptación quedará ampliado automáticamente, cuando proceda, para que medien al menos 15 días naturales entre el día de la celebración de la Junta General que deba aprobar la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación o decidir sobre las condiciones a las que se hubiera sujetado la oferta y el último día del plazo de aceptación.	
			4. En el caso de publicación de algún suplemento al folleto explicativo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ampliar el plazo de aceptación cuando la relevancia de la información allí contenida lo exija.	
			5. Asimismo, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá acordar la ampliación del plazo de aceptación en los demás casos en que pueda resultar necesario. El acuerdo deberá ser motivado y fundamentarse en el buen fin de la oferta y la debida protección de sus destinatarios.	
			6. El plazo de aceptación así como sus ampliaciones se harán siempre públicos por la Comisión Nacional del Mercado de Valores a través de su página web, incluyendo los motivos que las fundamentan.	
Artículo 20	**Informe del órgano de administración de la sociedad afectada.**	**Artículo 24**	**Informe del órgano de administración de la sociedad afectada.**	
	1. El órgano de administración de la sociedad afectada deberá redactar un informe detallado sobre la oferta pública de adquisición, que deberá contener sus observaciones a favor o en contra, y manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, o entre éste y los miembros del órgano de administración de aquélla, así como la opinión de estos respecto a la oferta, y la intención de aceptar la oferta por aquellas que sean titulares de valores afectados.		1. El órgano de administración de la sociedad afectada deberá redactar un informe detallado y motivado sobre la oferta pública de adquisición, que deberá contener sus observaciones a favor o en contra, y manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de estos y los miembros del órgano de administración de aquélla, así como la opinión de éstos respecto de la oferta, y la intención de aceptar o no la oferta por aquéllos que sean titulares directos o indirectos	Artículo modificado como consecuencia del artículo 9 de la Directiva 25/2004.

	de valores afectados.	
	El informe comprenderá, asimismo, las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto, sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad.	Párrafo introducido como consecuencia del artículo 9 de la Directiva 25/2004.
	Si algún miembro del órgano de administración tuviera algún conflicto de interés lo hará constar y explicará la naturaleza de dicho conflicto.	
	Si los miembros del órgano de administración mantienen posiciones distintas en relación a la oferta, deberán incorporarse al informe las opiniones de aquéllos que se encuentren en minoría.	
	En el informe se incluirán los valores de la sociedad oferente poseídos, directa o indirectamente, por la sociedad afectada o por las personas con las que actúe concertadamente y los valores de la sociedad afectada poseídos o representados, directa o indirectamente, por los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada así como los que pudieran tener en la sociedad oferente.	
2. El informe del órgano de administración de la sociedad afectada deberá ser publicado en cualquiera de las formas previstas en el artículo 18.1, por la propia sociedad, en el plazo máximo de diez días a partir de la fecha de recepción por aquel de la comunicación señalada en el artículo 17.4. Con carácter previo a su publicación, se remitirá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que la incorpore al expediente de la oferta pública, y a la representación de los trabajadores de la sociedad afectada.	2. El informe del órgano de administración de la sociedad afectada deberá ser publicado en cualquiera de las formas previstas en el artículo 22.1, por la propia sociedad, en el plazo máximo de diez días naturales a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta. Asimismo, en el mismo plazo deberá remitirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que lo incorpore al expediente de la oferta pública, y a la representación de los trabajadores de la sociedad afectada. Cuando el órgano de administración de la sociedad afectada reciba dentro de los plazos señalados en este artículo un dictamen distinto de los representantes de los trabajadores en cuanto a las repercusiones sobre el empleo, éste se adjuntará al informe de la sociedad afectada.	Párrafo modificado como consecuencia del artículo 9 de la Directiva 25/2004.

Artículo 25	**Informaciones a los trabajadores.**	
	1. Tan pronto como se haya hecho pública una oferta pública de adquisición, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y el oferente informarán a los representantes de sus respectivos trabajadores, o en su defecto, a los propios trabajadores. 2. Una vez publicado el folleto explicativo de la oferta, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y el oferente lo remitirán a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores. 3. Los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada y de la oferente, o en su defecto, los propios trabajadores, deberán poder obtener fácil y rápidamente el folleto explicativo de la oferta y su documentación complementaria. 4. Lo dispuesto en este Real Decreto se entiende sin perjuicio de lo establecido en la legislación laboral en materia de información, consulta y participación de los trabajadores.	Artículo introducido como consecuencia de los artículos 6,8 y 14 de la Directiva 25/2004.
Artículo 19	**Validez transfronteriza del folleto.**	
	1. Cuando la oferta pública de adquisición no haya de ser autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el folleto explicativo autorizado por la autoridad competente de otro Estado miembro de la Unión Europea será válido para la oferta pública de adquisición de acciones de sociedades cuyas acciones se encuentren admitidas a negociación en un mercado secundario oficial en España. 2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá exigir que se incluya información complementaria sobre los trámites que deben cumplirse para aceptar la oferta y	Artículo introducido como consecuencia del artículo 6 de la Directiva 25/2004.

		recibir la contraprestación correspondiente así como sobre el régimen fiscal a que quedará sujeta la contraprestación ofrecida. 3. El folleto deberá traducirse, a elección del oferente, al castellano, a una lengua habitual en el ámbito de las finanzas internacionales o en otro idioma distinto de los anteriores que acepte la Comisión Nacional del Mercado de Valores. En cualquier caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá solicitar que el oferente traduzca al castellano un resumen del mismo.	
Artículo 14	**Limitación de la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada y de las de su grupo .**	**Artículo 28**	**Limitación de la actuación de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada y de su grupo.**
	1. A partir de la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones de la sociedad afectada y hasta la publicación del resultado de la oferta, el órgano de administración de la sociedad afectada se abstendrá de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios.	1. Desde el anuncio público de una oferta pública de adquisición a que se refiere el artículo 16 y hasta la publicación del resultado de la oferta, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada; cualquier órgano delegado o apoderado de los mismos; sus respectivos miembros; así como las sociedades pertenecientes al grupo de la sociedad afectada y cualquiera que pudiera actuar concertadamente con los anteriores, deberán obtener la autorización previa de la Junta General de Accionistas según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.	Artículo modificado como consecuencia del artículo 9 de la Directiva 25/2004.
	En particular, no podrá:	En particular, no podrán:	
	a. Acordar la emisión de acciones, obligaciones de cualquier clase y otros valores o instrumentos que den derecho a la suscripción o adquisición de aquéllas, excepto	a. Acordar ni iniciar ninguna emisión de valores que pueda impedir el éxito de la oferta.	

cuando se trate de ejecutar previos acuerdos concretos al respecto, autorizados por la Junta General.

b. Efectuar directa o indirectamente operaciones sobre los valores afectados por la oferta con la finalidad de perturbar ésta.

c. Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando puedan frustrar o perturbar la oferta pública.

2. Las limitaciones previstas en el número anterior se aplicarán también a las sociedades del grupo de la sociedad afectada y a quienes pudieran actuar concertadamente con ésta.

b. Efectuar o promover, directa o indirectamente, cuando pueda impedir el éxito de la oferta, operaciones sobre los valores a los que afecte o sobre otros, incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores.

c. Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta.

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

2. Respecto de las decisiones adoptadas antes de iniciarse el periodo contemplado en el apartado anterior y aún no aplicadas total o parcialmente, la Junta General deberá aprobar o confirmar toda decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad y cuya aplicación pueda impedir el éxito de la oferta.

3. No quedarán sujetas a la limitación establecida en este artículo:

a. La búsqueda de ofertas competidoras. Si en este proceso se diera acceso a cualquier clase de informaciones no públicas de la sociedad afectada, deberá asegurarse la igualdad entre todos los potenciales oferentes de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 46 de este Real Decreto.

b. Las actuaciones u operaciones que, con posterioridad al anuncio de presentación de la oferta, sean autorizadas de forma expresa por la Junta General de Accionistas según

lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

4. A los efectos de lo previsto en los apartados anteriores:

a. La Junta General de Accionistas, salvo si se trata de una Junta General ordinaria, no podrá decidir sobre ningún otro asunto distinto a la autorización o confirmación de la actuación u operación.

b. Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando las actuaciones a realizar para las que requieran la autorización o confirmación de la Junta. Dicho informe deberá expresar el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe. El informe será puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la Junta.

c. En la convocatoria de la Junta deberá expresarse con la debida claridad las actuaciones para las que se solicita la autorización o confirmación.

d. En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.

5. Las sociedades podrán no aplicar lo dispuesto en los apartados anteriores 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, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de

julio, del Mercado de Valores.

Cualquier decisión que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la Junta General de Accionistas, según lo establecido en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, dieciocho meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

A estos efectos:

a. Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando el acuerdo a adoptar. Dicho informe deberá expresar el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe. El informe será puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la Junta.

b. En la convocatoria de la Junta deberá expresarse con la debida claridad la decisión que se propone a la Junta.

c. En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.

Artículo 29 Régimen opcional de neutralización de otras defensas frente a las ofertas públicas de adquisición.

1. En virtud de lo dispuesto en el artículo 60 ter.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, las sociedades deberán comunicar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en el plazo máximo de quince días hábiles desde la celebración de la Junta General, a que se refiere dicho artículo, la información sobre la decisión de

Artículo introducido como consecuencia del artículo 11 de la Directiva 25/2004, si bien aplicando la opcionalidad permitida por el artículo 12 de la citada Directiva.

aplicar las siguientes medidas de neutralización:

a. La ineficacia, durante el plazo de aceptación de la oferta, de las restricciones a la transmisibilidad de valores prevista en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

b. La ineficacia, en la Junta General de Accionistas que decida sobre las posibles medidas de defensa a que se refiere el artículo 60. bis.1 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, de las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad.

c. La ineficacia de las restricciones contempladas en las letras anteriores, cuando tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 75 por ciento del capital que confiera derechos de voto.

La Comisión Nacional del Mercado de Valores publicará en su página web esa información inmediatamente.

2. La decisión de aplicar las medidas de neutralización deberá decidirse por la Junta General de Accionistas de la sociedad, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre.

A estos efectos:

a. Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando el acuerdo a adoptar. Dicho informe deberá, entre otros:

i. Describir las restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales que se hayan

comunicado a la sociedad;

ii. Describir las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad y en los pactos parasociales comunicados a la sociedad;

iii. Detallar cuales de las medidas previstas en el apartado 1 anterior proponen sean aprobadas por la Junta y los términos en que se producirá la ineficacia de las restricciones.

iv. Explicar las motivaciones que han llevado a los administradores a proponer la ineficacia de las restricciones mencionadas en los casos en que las propongan;

v. Detallar cualquier acuerdo que se hubiera alcanzado o que se estuviera negociando por la sociedad con un potencial oferente sobre las acciones de la sociedad, o celebrado o negociado por personas distintas de la sociedad pero del que ésta hubiera tenido conocimiento;

vi. Detallar el sentido del voto de cada uno de los administradores, en la aprobación del informe.

b. El informe de los administradores deberá ser puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la Junta.

c. En la convocatoria de la Junta se expresará con la debida claridad la decisión que se propone a la Junta.

d. En el anuncio de la convocatoria se hará constar el derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.

3. Sin perjuicio de la comunicación como información relevante, tanto de la convocatoria de la Junta en la que se someta a votación la propuesta de acuerdos a que se refiere este artículo, como del informe de los administradores sobre la misma, y del propio acuerdo de la Junta, en caso de que la Junta General apruebe finalmente la ineficacia de cualquiera de las restricciones mencionadas en el apartado 1 anterior, la sociedad deberá hacerlo público y difundirlo como información relevante en los términos previstos en el artículo 82 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y comunicarlo tanto a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para su incorporación al registro previsto en el artículo 92 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, como a los supervisores de los Estados miembros en los que las acciones de la sociedad estén admitidas a negociación, o se haya solicitado la admisión.

La adopción del correspondiente acuerdo por la Junta General deberá ser reflejada en el Informe Anual de Gobierno Corporativo de la Sociedad a que se refiere el artículo 116 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

4. Cuando la sociedad decida aplicar cualquiera de las medidas descritas en el apartado 1 deberá prever una compensación adecuada por la pérdida sufrida por los titulares de los derechos allí mencionados que deberá incluir en los estatutos sociales, especificando la forma en que se abonará la compensación y el método empleado para determinarla.

5. La Junta General de Accionistas de la sociedad, con sujeción a los mismos requisitos previstos en los apartados 1 a 3 anteriores, podrá revocar la decisión de aplicar cualquiera de las medidas de neutralización de medidas de defensa frente a las ofertas públicas de adquisición, que hubiera adoptado conforme a lo previsto

en dichos apartados.

Para revocar la decisión de aplicar las medidas de neutralización previstas en el apartado 1, se exigirá el mismo quórum de asistencia o mayoría de votos que para la aplicación de esas medidas de neutralización.

6. Las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuvieran en vigor al amparo de lo dispuesto en los apartados precedentes cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad o grupo que no hubieran adoptado medidas de neutralización equivalentes.

Cualquier medida que se adopte en virtud de lo dispuesto en el párrafo anterior requerirá autorización de la Junta General de Accionistas, según lo dispuesto en el artículo 103 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, adoptada, como máximo, dieciocho meses antes de que la oferta pública de adquisición se haya hecho pública.

A estos efectos:

a. Los administradores de la sociedad deberán redactar un informe escrito detallado justificando el acuerdo a adoptar. Dicho informe deberá detallar el sentido del voto de cada uno de los administradores en la aprobación del informe.

b. El informe de los administradores deberá ser puesto a disposición de los accionistas a partir del momento de la convocatoria de la Junta.

c. En la convocatoria de la Junta se expresará con la debida claridad la decisión que se propone a la Junta.

d. En el anuncio de la convocatoria se hará constar el

	derecho que corresponde a todos los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre la misma y de pedir la entrega o el envío gratuito de dichos documentos.	
Artículo 10 Contraprestaciones ofrecidas.	**Artículo 14 Contraprestación ofrecida.**	
1. Salvo en aquellos supuestos previstos en este Real Decreto en los que sólo quepa contraprestación en dinero, las ofertas públicas de adquisición podrán formularse como compraventa, como permuta o como ambas cosas a la vez, y deberán asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias.	1. Las ofertas públicas de adquisición podrán formularse como compraventa, como permuta o canje de valores o como ambas cosas a la vez, y deberán asegurar la igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con retoques técnicos.
	2. En los siguientes supuestos, la oferta pública deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido: a. Cuando el oferente o las personas con las que actúe concertadamente hayan adquirido en efectivo, en los doce meses previos al anuncio de la oferta, valores que confieran el 5% o más de los derechos de voto de la sociedad afectada. b. Cuando se trate de una oferta obligatoria cuando se alcanza el control, según lo dispuesto en el capítulo II.	Introducido como consecuencia del artículo 5 de la Directiva 25/2004.
4. En caso de permuta, solo podrán ofrecerse en canje valores admitidos a negociación en Bolsa de valores española o en Bolsa radicada en algún Estado miembro de la Organización para la Cooperación y Desarrollo Económico (O.C.D.E.), o valores a emitir por la propia sociedad oferente, siempre que su capital esté total o parcialmente admitido a negociación, que la emisión de los valores esté sujeta a la preceptiva verificación y registro por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y que el oferente adquiera el compromiso expreso de solicitar la admisión a negociación de los nuevos valores en un plazo de tres meses, a partir de la publicación del resultado de la	c. En caso de permuta, salvo que se ofrezcan en canje valores admitidos a negociación en algún mercado secundario oficial español o en otro mercado regulado de algún Estado miembro de la Unión Europea, o valores a emitir por la propia sociedad oferente, siempre que, en este caso, su capital esté total o parcialmente admitido a negociación en alguno de dichos mercados y que el oferente adquiera el compromiso expreso de solicitar la admisión a negociación de los nuevos valores en un plazo máximo de tres meses a partir de la publicación del resultado de la oferta. No obstante, se habrá de incluir posteriormente una contraprestación o precio en efectivo	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con retoques técnicos.

oferta.	si la sociedad oferente no aprueba la emisión de los nuevos valores.	
	Cuando los valores ofrecidos en canje no se encuentren admitidos a negociación en alguno de los mercados a que se refiere el párrafo anterior, se aportará el informe de un experto independiente en el que se determine qué valor les corresponde.	Párrafo introducido como consecuencia del artículo 5 de la Directiva 25/2004.
2. En caso de compraventa, la contraprestación en dinero se expresará en pesetas para cada valor unitario.	3. En caso de compraventa, el precio en dinero se expresará en euros por cada valor unitario.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
3. Las permutas que se propongan serán claras en cuanto a la naturaleza, valoración y características de los valores que se ofrezcan en canjes, así como en cuanto a las proporciones en que hayan de producirse.	4. Las permutas que se propongan serán claras en cuanto a la naturaleza, valoración y características de los valores que se ofrezcan en canje, así como en cuanto a las proporciones en que hayan de producirse.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
	El oferente deberá indicar el precio en efectivo equivalente que resulta de aplicar a la ecuación de canje la cotización media ponderada de los valores entregados en canje correspondiente al trimestre anterior al anuncio previo de la oferta. La determinación de la cotización media ponderada de los valores entregados en canje se efectuará por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.	
5. Cuando la contraprestación ofrecida consista, total o parcialmente, en valores a emitir por la sociedad oferente, el órgano de administración, en la misma sesión en que acuerde formular la oferta, deberá acordar la convocatoria de la Junta General, que habrá de decidir acerca de la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación.	5. Cuando la contraprestación ofrecida consista, total o parcialmente, en valores a emitir por la sociedad oferente, el órgano de administración, en la misma sesión en que acuerde formular la oferta, deberá acordar la convocatoria de la Junta General que habrá de decidir acerca de la emisión de los valores ofrecidos en contraprestación.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
	Dicha convocatoria no será necesaria, cuando el oferente acredite que tiene autorización de la Junta General para llevar a cabo la emisión de dichos valores.	
El anuncio de la convocatoria de la Junta, previsto en el artículo 97 de la Ley de Sociedades Anónimas, deberá ser publicado en el mismo plazo que establece el artículo 18 de	El anuncio de la convocatoria de la Junta, previsto en el artículo 97 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas aprobado por Real Decreto	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con relevantes cambios.

este Real Decreto para la difusión del contenido de la oferta.	Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, deberá ser publicado con anterioridad a la publicación del primero de los anuncios establecidos en el artículo 22 de este Real Decreto para la difusión del contenido de la oferta o, como máximo, en la fecha de publicación del primero de tales anuncios. La Junta deberá fijarse en primera convocatoria en un plazo comprendido entre un mes y cuarenta días a partir del día hábil siguiente al de publicación de los anuncios, debiendo mediar entre la primera y segunda convocatoria un plazo máximo de 48 horas. Si el oferente no tiene su domicilio social en España, la convocatoria y celebración de la Junta se ajustará a los requisitos establecidos en el Estado en que tenga su domicilio social.	
La Junta deberá fijarse, en primera convocatoria, para el decimoquinto día a partir del día siguiente al de publicación de los anuncios, debiendo mediar entre la primera y segunda convocatoria un plazo máximo de cuarenta y ocho horas.		
En todo caso, el plazo de aceptación de la oferta se ampliará quince días, a partir de la celebración de la Junta General que apruebe el aumento de capital.	En todo caso, el plazo de aceptación de la oferta se ampliará, cuando proceda, de forma que entre el día hábil de la celebración de la Junta General que apruebe la emisión y el último día del plazo de aceptación, ambos incluidos, transcurran 15 días naturales.	
La ampliación deberá acordarse por la cuantía máxima necesaria para dar cumplimiento a la oferta presentada, y con posibilidad de suscripción incompleta.	La emisión deberá acordarse por la cuantía máxima necesaria para dar cumplimiento a la oferta presentada, y con posibilidad de suscripción incompleta.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
6. En el supuesto previsto en el número anterior, se entenderá que no existe el derecho de suscripción preferente contemplado en el artículo 158 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles.	6. En el supuesto previsto en el apartado anterior, si la sociedad oferente tiene su domicilio social en España, se entenderá que no existe el derecho de suscripción preferente contemplado en el artículo 158 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, para los antiguos accionistas y titulares de obligaciones convertibles.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeños retoques técnicos.

Artículo 11 Garantías de la oferta.	Artículo 15 Garantías de la oferta.	
1. El oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta. En el caso de que esta condición no quedara suficientemente acreditada en los plazos que, en su caso, correspondan de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 16.1.a, y sin perjuicio de las responsabilidades en que pudiera incurrir el oferente, la oferta se tendrá a todos los efectos por no presentada, haciéndose pública dicha circunstancia.	1. El oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la oferta.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con retoques técnicos.
2. Cuando la contraprestación ofrecida consista en dinero, las garantías podrán constituirse en dinero o fondos públicos, o mediante aval de entidad de crédito.	2. Cuando la contraprestación ofrecida consista, total o parcialmente, en efectivo, el oferente dará cumplimiento a lo establecido en el apartado anterior aportando un aval de entidad de crédito o documentación acreditativa de la constitución de un depósito de efectivo constituido en una entidad de crédito, que garantice en su totalidad el pago de la contraprestación en efectivo frente a los miembros del mercado o sistema de liquidación y frente a los aceptantes de la oferta, y que permita su empleo por el sistema de compensación y liquidación del mercado en el que se negocien los valores objeto de la oferta, conforme a lo previsto a este efecto en la normativa aplicable a los sistemas de compensación y liquidación. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá determinar mediante Circular los modelos a los que deberán ajustarse las garantías.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con retoques técnicos (como la eliminación de la criticada figura de “los fondos públicos” y un mayor detalle.
3. Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores ya emitidos, deberá justificarse la disponibilidad de los mismos y su afectación al resultado de la oferta.	3. Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores ya emitidos, deberá justificarse la disponibilidad de los mismos y su afectación al resultado de la oferta.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
4. Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores a emitir por la sociedad oferente, sus administradores deberán, en relación con la Junta General a que se refiere el número 5 del artículo 10 de este Real Decreto, actuar de modo no contradictorio con la decisión de formular la	4. Cuando la contraprestación ofrecida consista en valores a emitir por la sociedad oferente, sus administradores deberán actuar de modo no contradictorio con la decisión de formular la oferta. Si, atendidas las circunstancias del caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeños retoques técnicos.

oferta. Si, atendidas las circunstancias del caso, la Comisión Nacional del Mercado de Valores apreciara un insuficiente grado de seriedad en la formulación de la oferta, podrá exigirles caución en garantía de las responsabilidades en que pudieran incurrir por los perjuicios que pudieran ocasionarse en el supuesto de que no llegue a producirse en los términos previstos la emisión de los correspondientes valores. El levantamiento de tal caución tendrá lugar una vez acordado el aumento de capital, y, en su caso, cuando hayan transcurrido seis meses desde la publicación de los anuncios a que se refiere el artículo 18 de este Real Decreto sin que se haya acreditado por ningún interesado la existencia de reclamaciones en vía judicial relacionadas con las mencionadas responsabilidades.	apreciara un insuficiente grado de seriedad en la formulación de la oferta podrá exigirles garantías para asegurar las responsabilidades en que pudieran incurrir por los perjuicios que pudieran ocasionarse en el supuesto de que no llegue a producirse, en los términos previstos, la emisión de los correspondientes valores. El levantamiento de tal garantía tendrá lugar una vez acordado el aumento de capital y, en su caso, cuando hayan transcurrido seis meses desde la publicación de los anuncios a que se refiere el artículo 22 de este Real Decreto sin que se haya acreditado por ningún interesado la existencia de reclamaciones en vía judicial relacionadas con las mencionadas responsabilidades.	
Artículo 25 Declaración de aceptación de la oferta.	**Artículo 34 Declaración de aceptación de la oferta.**	
1. Las declaraciones de aceptación de la oferta podrán realizarse a través de cualquier Sociedad o agencia de valores y Bolsa, debiendo efectuarse de acuerdo con lo señalado en el folleto. Los miembros del mercado comunicarán al día siguiente a las respectivas sociedades rectoras las declaraciones de aceptación recibidas, y al oferente a través de los representantes designados en el folleto.	1. Las declaraciones de aceptación de la oferta se realizarán de acuerdo con lo señalado en el folleto.	Se mantiene la estructura del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, pero con un cambio sustancial al permitirse la revocación de las ofertas en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta.
	2. Los miembros del mercado que intervengan en la operación o las entidades que actúen por cuenta del oferente comunicarán diariamente las declaraciones de aceptación recibidas a las respectivas sociedades rectoras y al oferente.	
2. Salvo lo establecido en contrario en el presente Real Decreto, las declaraciones de aceptación serán irrevocables, careciendo de validez si se sometieran a condición.	3. Las declaraciones de aceptación podrán ser revocadas en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta.	Cambio de filosofía importante, siguiendo la orientación de otros ordenamientos y como consecuencia de la batalla por el control de Endesa (Comunicado de la CNMV de 12 de mayo de 2006).
	4. Cuando existan ofertas competidoras, podrán formularse declaraciones de aceptación múltiples, siempre que en ellas se indique el orden de preferencia y las	Consecuencia de lo establecido en la nueva redacción de los artículos 13.2 y 42.2.

	declaraciones se hagan llegar a los distintos competidores.	
	5. Las declaraciones de aceptación carecerán de validez si se someten a condición.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
Artículo 26 Información sobre las aceptaciones recibidas.	**Artículo 35 Información sobre las aceptaciones recibidas.**	
1. Durante el plazo de aceptación, el oferente y la Sociedad rectora de la Bolsa de valores en que estén admitidos a negociación los valores afectados deberán facilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando ésta lo solicite, información sobre el número de aceptaciones presentadas de las que tuvieran conocimiento.	1. Durante el plazo de aceptación, el oferente y la Sociedad Rectora de la Bolsa de Valores en que estén admitidos a negociación los valores afectados, deberán facilitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, cuando ésta lo solicite, información sobre el número de aceptaciones presentadas y no revocadas de las que tuvieran conocimiento.	Se mantiene la estructura del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, pero se adapta al cambio introducido en el artículo 34 del Real Decreto, al permitir la revocación de la aceptación.
2. Durante el plazo previsto en el número anterior los interesados podrán obtener información sobre el número de aceptaciones presentadas bien en el domicilio social del oferente, bien en el de sus representantes.	2. Durante el plazo previsto en el apartado anterior los interesados podrán obtener información sobre el número de aceptaciones presentadas y no revocadas, bien en el domicilio social del oferente bien en el de sus representantes.	
Artículo 27 Publicación del resultado de la oferta.	**Artículo 36 Publicación del resultado de la oferta.**	
1. Transcurrido el plazo de aceptación señalado en el folleto o el que resulte de su prórroga o modificación, y en un plazo que no excederá de cinco días, las sociedades rectoras comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas.	1. En el plazo de cinco días hábiles desde la finalización del plazo de aceptación, las Sociedades Rectoras, o, en su caso, las entidades que actúen por cuenta del oferente, comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas.	Se cambia la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, pero se mantiene el mismo espíritu de la norma.
2. Conocido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el total de aceptaciones, comunicará en el plazo de tres días a las Sociedades rectoras de las Bolsas de valores en que estén admitidas a negociación los valores y, en su caso, a la Sociedad de Bolsas, al oferente y a la sociedad afectada el resultado positivo o negativo, según se haya alcanzado o no el número mínimo de títulos señalados en la oferta. Las Sociedades rectoras publicarán dicho resultado, con su alcance concreto, al día siguiente en el *Boletín de*	2. Conocido por la Comisión Nacional del Mercado de Valores el total de aceptaciones, comunicará en el plazo de 2 días hábiles a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que estén admitidos a negociación los valores y, en su caso, a la Sociedad de Bolsas, al oferente y a la sociedad afectada el resultado positivo o negativo, según se haya alcanzado o no el número mínimo de valores señalados en la oferta y se hayan cumplido o no las condiciones establecidas para la eficacia de la misma. Las Sociedades Rectoras publicarán dicho resultado, con	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeños retoques técnicos.

cotización.	su alcance concreto, en el Boletín de Cotización correspondiente a la sesión bursátil en la que reciban la comunicación.	
Artículo 28 Liquidación de la oferta pública.	**Artículo 37 Liquidación de la oferta.**	
1. Las ofertas públicas de adquisición que hubieran alcanzado resultado positivo cuando la contraprestación consista en dinero, se liquidarán por el procedimiento establecido para ello por el Servicio de Compensación y Liquidación de Valores, considerándose fecha de la correspondiente operación bursátil la del día de publicación del resultado de la oferta en el Boletín de Cotización.	1. Las ofertas públicas de adquisición que hubieran alcanzado resultado positivo cuando la contraprestación consista en dinero, se liquidarán por el procedimiento establecido para ello por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear), considerándose fecha de la correspondiente operación bursátil la de la sesión a la que se refiera el Boletín de Cotización en que se publique el resultado de la oferta.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeños retoques técnicos.
2. Cuando la contraprestación hubiera consistido en una permuta de valores, la oferta pública de adquisición se liquidará en la forma prevista en el folleto.	2. Cuando la contraprestación hubiera consistido en una permuta de valores, la oferta pública de adquisición se liquidará en la forma prevista en el folleto.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
3. Liquidada la operación, la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizará el levantamiento de la garantía ofrecida. Podrán acordarse reducciones parciales de la misma, en cuanto no perjudiquen al proceso de liquidación pendiente.	3. Liquidada la operación, la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorizará, en su caso, el levantamiento de la garantía ofrecida. Podrán acordarse reducciones parciales de la misma, en cuanto no perjudiquen al proceso de liquidación pendiente.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeños retoques técnicos.
Artículo 29 Reglas de distribución y prorrateo.	**Artículo 38 Reglas de distribución y prorrateo.**	
1. Cuando el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación hubiese superado el límite máximo de la oferta, para la liquidación de la operación se aplicarán las siguientes reglas:	1. Cuando el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación hubiese superado el límite máximo de la oferta, para la liquidación de la operación se aplicarán las siguientes reglas:	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
1. Distribución lineal: Se comenzará la distribución adjudicando a cada aceptación un número igual de títulos, que será el que resulte de dividir el 25% del total de la oferta entre el número de aceptaciones.	1. Distribución lineal: Se comenzará la distribución adjudicando a cada aceptación un número igual de valores, que será el que resulte de dividir el 25% del total de la oferta entre el número de aceptaciones.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.

Las aceptaciones que se hubiesen realizado por un número de valores inferior al mencionado en el párrafo precedente se atenderán íntegramente. Se considerará como una sola aceptación las diversas que hubiese podido realizar, directa o indirectamente, una sola persona física o jurídica.	Las aceptaciones que se hubiesen realizado por un número de valores inferior al mencionado en el párrafo precedente se atenderán íntegramente.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
2. Distribución del exceso: La cantidad no adjudicada según la regla anterior se distribuirá de forma proporcional al número de valores comprendidos en cada aceptación.	2. Distribución del exceso: La cantidad no adjudicada según la regla anterior se distribuirá de forma proporcional al número de valores comprendidos en cada aceptación. 2. En las ofertas públicas de adquisición previstas en el artículo 12 cuyas declaraciones de aceptación hubiesen superado el límite máximo de la oferta, para la liquidación de la operación se reducirán las ofrecidas por cada accionista en proporción al número de acciones comprendidas en su aceptación.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
2. Las Sociedades rectoras de las Bolsas de valores coordinarán sus actuaciones para determinar el número de valores que haya de ser adjudicado a cada aceptación en los casos en que, debiendo aplicarse las reglas de distribución y prorrateo del apartado anterior, los valores objeto de la oferta estén admitidos a negociación en varias Bolsas.	3. Las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores coordinarán sus actuaciones para determinar el número de valores que haya de ser adjudicado a cada aceptación en los casos en que, debiendo aplicarse las reglas de distribución y prorrateo de los apartados anteriores, los valores objeto de la oferta estén admitidos a negociación en varias Bolsas. 4. En todo caso, se considerará como una sola aceptación las diversas que hubiese podido realizar, directa o indirectamente, una sola persona física o jurídica.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003. Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003 (artículo 30.1), con pequeños retoques técnicos
Artículo 30 Resultado negativo de la oferta.	**Artículo 39 Resultado negativo de las ofertas voluntarias.**	

1. En caso de que la oferta quede sin efecto por no alcanzarse el número mínimo de valores al que se hubiera condicionado, o, en general, por no haberse cumplido las condiciones impuestas, las entidades o personas que hubieran recibido las aceptaciones por cuenta del oferente estarán obligadas a la devolución de los documentos acreditativos de la titularidad de los valores que les hubieran sido entregados por los aceptantes.	1. En caso de que la oferta quede sin efecto por no alcanzarse el número mínimo de valores al que se hubiera condicionado o, en general, por no haberse cumplido las condiciones impuestas, las entidades o personas que hubieran recibido las aceptaciones por cuenta del oferente estarán obligadas a la devolución de los documentos acreditativos de la titularidad de los valores que les hubieran sido entregados por los aceptantes.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
Todos los gastos de la devolución serán por cuenta del oferente.	Todos los gastos de la devolución serán por cuenta del oferente.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.
2. El oferente, las sociedades pertenecientes a su grupo, los miembros de su órgano de administración, su personal de alta dirección y quienes hayan promovido la oferta en su propio nombre pero por cuenta del oferente o de forma concertada con éste, no podrán promover otra oferta pública de adquisición respecto de los mismos valores hasta transcurridos seis meses, contados a partir de la fecha de publicación del resultado en que quedó sin efecto la oferta, ni adquirir valores durante dicho período en cuantía que determine la obligación de formularla.	2. El oferente, las sociedades pertenecientes a su grupo, los miembros de su órgano de administración, su personal de alta dirección y quienes hayan promovido la oferta en su propio nombre pero por cuenta del oferente o de forma concertada con éste, no podrán promover otra oferta pública de adquisición respecto de los mismos valores, salvo con arreglo a lo dispuesto en el capítulo IX de este Real Decreto, hasta transcurridos seis meses, contados a partir de la fecha de publicación del resultado en que quedó sin efecto la oferta, ni adquirir valores o alcanzar alguno de los supuestos que determina la obligación de presentar una oferta pública previstos en este Real Decreto.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeños retoques técnicos.
	3. Lo dispuesto en este artículo no será aplicable cuando se produzcan los supuestos de desistimiento previstos en el apartado 1 del artículo 33 de este Real Decreto.	Nuevo
Artículo 41 Deber de abstención.	**Artículo 50 Deber de abstención.**	
Las sociedades y agencias de valores, así como los fedatarios públicos, que en el desarrollo de sus actividades o por razón de sus funciones tengan conocimiento de una operación que pueda infringir la normativa de ofertas públicas de adquisición, deberán abstenerse de intervenir en ellas.	Las sociedades y agencias de Valores o las entidades de crédito, así como los fedatarios públicos, que en el desarrollo de sus actividades o por razón de sus funciones tengan conocimiento de una operación que pueda infringir la normativa de ofertas públicas de adquisición, deberán abstenerse de intervenir en ellas.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003.

Artículo 37	**Procedimiento ante los órganos españoles de Defensa de la Competencia.**	**Artículo 26**	**Autorizaciones exigidas por otros organismos supervisores y por las autoridades de Defensa de la Competencia.**	
	1. En el caso de que concurran los supuestos del artículo 14 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, el oferente deberá notificar conforme al artículo 15 de la mencionada Ley la operación de concentración al Servicio de Defensa de la Competencia en el plazo de los cinco días siguientes a la presentación de la solicitud de autorización de la oferta a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, siempre que no la hubiera notificado al Servicio con anterioridad.		1. Cuando la oferta pública de adquisición pueda implicar la existencia de una operación de concentración económica, ya sea de dimensión europea, española u otra, será de aplicación la correspondiente normativa en materia de Defensa de la Competencia. Deberá acreditarse ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores, la correspondiente notificación a las autoridades de Defensa de la Competencia que sean competentes en caso de ser necesaria.	Cambios relevantes que incluyen: (1) Incorporación de los cambios introducidos en la Ley 15/2007, de Defensa de la Competencia y el Reglamento (CE) nº 139/2004 de Consejo de 20 de enero de 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas
	Sin perjuicio de lo estipulado en el párrafo anterior, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si estima que pueden concurrir las circunstancias previstas en el citado artículo 14 de la Ley 16/1989, sin que así se haya hecho constar en el folleto presentado, pondrá la oferta en conocimiento del Servicio de Defensa de la Competencia, a efectos de que este organismo, de estimarlo oportuno, requiera al oferente la presentación de la notificación.			(2) La adopción de un modelo de OPA obligatoria *a posteriori*.
	2. En el supuesto de que el Ministro de Economía remita las actuaciones al Tribunal de Defensa de la Competencia, el Servicio de Defensa de la Competencia deberá notificarlo al oferente el mismo día de la remisión. En este caso, el oferente podrá desistir de la oferta siempre que lo comunique a la Comisión Nacional del Mercado de Valores al día siguiente de recibir la notificación.			
	3. En el supuesto de que no se levante la suspensión de la operación de concentración, iniciado el procedimiento ante los órganos de Defensa de la Competencia, no se publicarán los anuncios previstos en el artículo 18 ni comenzará el plazo de aceptación en tanto no recaiga la autorización expresa o tácita de la Administración.			
	4. En el supuesto de que se levante la suspensión de la operación, la oferta quedará sometida a condición y, sin		El oferente podrá optar por condicionar su oferta a la obtención de la correspondiente autorización o no	

perjuicio de lo establecido en el apartado 2, producirá los siguientes efectos:

a. Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta recayera autorización tácita de la operación, surtirá la oferta todos sus efectos.

b. Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta recayera resolución del Gobierno, se estará a lo que resulte de la misma, con arreglo a lo dispuesto en el apartado 7.

c. Si antes de la expiración del período de aceptación de la oferta no hubiera recaído resolución expresa o tácita, el oferente podrá desistir de la oferta.

oposición de las autoridades de Defensa de la Competencia, de forma que:

a. Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de competencia no se oponen a la operación de concentración, la oferta surtirá plenos efectos.

b. Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de competencia declarasen improcedente la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta.

c. Si antes de la terminación del plazo de aceptación las autoridades competentes en materia de defensa de competencia sujetaran su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir de la oferta.

d. Si antes de la expiración del plazo de aceptación de la oferta no hubiera recaído resolución expresa o tácita de las autoridades de Defensa de la Competencia, el oferente podrá desistir de la oferta.

En el caso de ofertas obligatorias y en tanto no haya recaído la correspondiente resolución, el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta. Asimismo, si en virtud de lo dispuesto en las letras b, c y d, el oferente desiste de la oferta, deberá enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje de derechos de votos por debajo de la participación de control, en el plazo de tres meses o resolver el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación, en el mismo plazo.

Si el oferente decidiera no someter su oferta a la condición de la obtención de la correspondiente autorización o no oposición de las autoridades de Defensa de la Competencia o continuar con su oferta, a pesar de no haber obtenido resolución de las autoridades de Defensa de la Competencia, será de aplicación lo previsto en la correspondiente normativa sobre Defensa de la Competencia. También será de aplicación lo allí dispuesto para las ofertas obligatorias.

2. Cuando la oferta pública de adquisición requiera de la autorización o no oposición de cualquier otro organismo o notificación previa de la operación a otro organismo, podrá presentarse la solicitud de autorización de la oferta sin haber solicitado ni obtenido la autorización, no oposición o simple notificación. No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores no autorizará la oferta hasta que no se le acredite la obtención de la correspondiente autorización, no oposición, o simple notificación, salvo que hayan transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo.

5. En el supuesto de que el inicio del procedimiento ante el Servicio de Defensa de la Competencia resultase del requerimiento de éste al oferente para que presente la notificación de la operación, se estará a lo dispuesto en los apartados anteriores, si bien no habrá lugar al supuesto de autorización tácita.

6. Si, de acuerdo con los artículos 15 bis.2 y 15 ter de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, la operación queda autorizada, se estará a lo dispuesto en el capítulo II de este Real Decreto. En el caso de que el acuerdo de terminación convencional recayese una vez autorizada la oferta por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, deberá publicarse un suplemento de folleto en el que se recojan los términos del acuerdo, que deberá ser verificado por dicha Comisión.

7. La resolución del Gobierno producirá los siguientes efectos:

a. Si el Gobierno no se opone a la operación de concentración, la oferta surtirá plenos efectos.

b. Si el Gobierno declarase improcedente la operación propuesta, el oferente deberá desistir de la oferta, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 24.

c. Si el Gobierno sujetara su autorización al cumplimiento de alguna condición, el oferente podrá desistir de la oferta, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 24.

8. Los efectos derivados de la tramitación de un expediente ante los órganos de Defensa de la Competencia y, en su caso, el desistimiento deberán publicarse por los medios previstos en el artículo 18, en el plazo máximo de dos días a contar desde la resolución administrativa tácita o expresa, o desde la fecha que pudiera efectuarse el desistimiento por cualquier otra causa prevista legalmente, previa comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

9. En el caso de que con una oferta inicial que cumpla las condiciones para su notificación obligatoria establecidas en el artículo 14 de la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, concurra otra oferta que no cumpla dichas condiciones, se suspenderá la tramitación de ésta hasta que no se publique la precedente de acuerdo con el artículo 18 de este Real Decreto.

En el caso de ofertas obligatorias el oferente no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta hasta que no haya recaído la correspondiente resolución. Asimismo, cuando la resolución sea desestimatoria el oferente deberá enajenar el número de valores necesarios para reducir el porcentaje

de derechos de votos por debajo de la participación de control en el plazo de tres meses desde la notificación de la correspondiente resolución o resolver el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal participación, en el mismo plazo.

Artículo 38 Operaciones de concentración de dimensión comunitaria.

Cuando la oferta pública de adquisición pueda implicar la existencia de una operación de concentración de dimensión comunitaria, de las previstas en el Reglamento (CEE) nº 4064/1989 del Consejo de las Comunidades Europeas, de 21 de diciembre de 1989, será de aplicación lo previsto en dicho Reglamento y, en particular, el régimen de suspensión de la operación de concentración previsto en su artículo 7.

Artículo 47 Condiciones para las compraventas forzosas.

1. 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.

Los derechos citados quedarán condicionados a que en la fecha de liquidación de la oferta, se den las dos circunstancias siguientes:

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.

Artículo introducido como consecuencia de los artículos 15 y 16 de la Directiva 25/2004.

2. Se considerará precio equitativo el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública.

Artículo 48 Procedimiento para las compraventas forzosas.

1. El plazo máximo para exigir la venta o compra forzosas será de tres meses a contar desde la fecha de finalización del plazo de aceptación.

2. En el folleto explicativo de la oferta se indicará si el oferente tiene intención de exigir la venta forzosa en caso de que se den las condiciones mencionadas en el artículo 47.

3. Dentro de los tres días hábiles siguientes al de publicación del resultado de la oferta, el oferente comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores si se dan las condiciones mencionadas en el artículo 47.

4. Tan pronto como adopte la decisión y, como máximo, dentro del plazo indicado en el apartado 1, el oferente comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores si exigirá o no la venta forzosa. Si lo hiciera, deberá fijar la fecha de la operación entre los 15 y 20 días hábiles siguientes a la comunicación de su decisión a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, que ésta difundirá públicamente. La decisión del oferente será irrevocable.

Con carácter previo a la fecha de la operación, el oferente deberá acreditar ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes del ejercicio del derecho de venta forzosa.

La liquidación de la operación se hará en igual plazo que el establecido en el folleto explicativo de la oferta contado

Artículo introducido como consecuencia de los artículos 15 y 16 de la Directiva 25/2004.

a partir de la fecha de la operación.

5. El oferente dará difusión pública y general de las características de la venta forzosa por los medios previstos en el artículo 22, en el plazo máximo de los 5 días hábiles siguientes a la fecha de publicación por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

Los titulares de los valores afectados por la venta forzosa comunicarán al oferente a través de las entidades depositarias de sus valores, con anterioridad a la fecha de la operación, la naturaleza de la contraprestación que, en su caso, hubieran elegido. En ausencia de comunicación y siempre que exista esta alternativa, se entenderá que optan por la contraprestación en efectivo.

6. Las solicitudes de compra forzosa recibidas por el oferente, se liquidarán en iguales plazos que los fijados en el folleto explicativo para la liquidación de la oferta, contados a partir de la recepción de cada solicitud.

7. Las entidades encargadas de la liquidación estarán obligadas a realizar los traspasos de los valores y del efectivo que sean necesarios para consumar la venta o la compra forzosas en los plazos previstos en los apartados 4 y 6 anteriores.

8. En el caso de venta forzosa, todos los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación de los valores serán por cuenta del oferente.

En la operación de compra forzosa, los gastos derivados de la compraventa o canje y liquidación de los valores serán por cuenta de los vendedores.

9. Una vez acreditada la liquidación de las operaciones ante la Comisión Nacional del Mercado de Valores se podrá retirar la garantía.

10. La realización de la operación de venta forzosa determinará la exclusión de negociación de los valores afectados. Dicha exclusión será efectiva a partir de la liquidación de la operación.

Si como consecuencia de la realización de las operaciones de compra forzosa el oferente pasara a ser titular de todos los valores, éstos quedarán igualmente excluidos de negociación a partir de la liquidación de la última operación, salvo si la Comisión Nacional del Mercado de Valores, a solicitud del oferente, le concede un plazo de un mes para restablecer el cumplimiento de los requisitos de difusión y liquidez del valor en cuestión. Transcurrido dicho plazo, sin que se produzca tal restablecimiento, los valores quedaran excluidos de negociación automáticamente.

11. La Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá establecer, mediante Circular, los demás extremos que juzgue necesarios para la aplicación del procedimiento descrito en este artículo.

Artículo 7	**Oferta pública de adquisición en caso de exclusión de la negociación.**	**Artículo 10**	**Oferta por exclusión.**	
	1. Cuando una sociedad que tenga valores admitidos a negociación en Bolsa acuerde su exclusión de la misma, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, si, examinados los eventuales procedimientos que la sociedad hubiera establecido para proteger los intereses de los titulares de los valores, considerara que la exclusión puede lesionar los legítimos intereses de dichos titulares, podrá condicionarla a que por la sociedad se promueva una oferta pública de adquisición en los términos previstos en este artículo, para proceder a su amortización, salvo que por concurrir los requisitos contemplados en el artículo 75 de la Ley de Sociedades Anónimas, esta amortización no sea necesaria.		1. De conformidad con el artículo 34 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, cuando una sociedad acuerde la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles, deberá promover una oferta pública de adquisición en los términos previstos en este artículo, salvo que, por concurrir alguno de los supuestos contemplados en el artículo 11 del presente Real Decreto, la oferta de exclusión no sea necesaria. Se asimilarán a la exclusión de negociación aquellas operaciones societarias en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada o que no obtenga la admisión a cotización de sus acciones en el plazo de tres meses a contar desde la inscripción de la correspondiente operación societaria en	Se mantiene en general el espíritu de la normativa anterior si bien con ciertas mejoras técnicas y adaptado al nuevo modelo introducido por la Directiva como puede verse en la mención al precio equitativo o lo previsto para compatibilizar el régimen de OPA de exclusión con la compraventa forzosa.

	el Registro Mercantil. Si transcurrido este plazo no se hubiese obtenido la admisión a cotización deberá formularse una oferta pública en los términos de este artículo.	
2. La oferta pública deberá extenderse a todas las acciones afectadas por la exclusión, así como a todas las obligaciones convertibles en acciones y demás valores que den derecho a su suscripción o adquisición.	2. La oferta deberá dirigirse:	
	a. A todos los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente.	
	b. Cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas.	
	La oferta podrá o no dirigirse a todos los titulares de warrants o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, con excepción de los mencionados en la letra b de este apartado, por emitir o ya emitidas. Si se dirigiera a ellos, la oferta pública de adquisición deberá dirigirse a todas aquellas personas que ostenten la titularidad de los warrants, valores o instrumentos financieros en cuestión.	
No obstante lo anterior, no será preciso extender la oferta a aquellos accionistas que hubieran votado a favor de la exclusión en la Junta General, y que, además, inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 19 de este Real Decreto. En el folleto explicativo de la oferta pública se expresará con claridad tal circunstancia, y se identificaran los valores que hayan quedado inmovilizados, así como la identidad de sus titulares.	No obstante lo anterior, no será preciso dirigir la oferta a aquellos titulares que hubieran votado a favor de la exclusión y que, además inmovilicen sus valores hasta que transcurra el plazo de aceptación al que se refiere el artículo 23. En el folleto explicativo de la oferta se expresará con claridad tal circunstancia, y se identificarán los valores que hayan quedado inmovilizados, así como la identidad de sus titulares.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeños retoques técnico.

3. La oferta pública solo podrá formularse como compraventa, debiendo consistir en dinero la totalidad de la contraprestación.

El precio ofrecido, que deberá ser objeto de autorización expresa por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, y de explicación en el folleto de la oferta, no podrá ser inferior al que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, al menos los siguientes criterios, apreciados con referencia al momento en que se formule la oferta:

3. La oferta de exclusión sólo podrá formularse como compraventa, debiendo consistir en dinero la totalidad del precio.

4. El acuerdo de exclusión y los relativos a la oferta y al precio ofrecido deberán ser aprobados por la Junta General de Accionistas de la sociedad emisora de los valores a excluir.

La oferta de exclusión podrá ser formulada por la propia sociedad emisora de los valores a excluir o por otra persona o entidad siempre que cuente con la aprobación de la Junta General de Accionistas de la sociedad que se excluye.

Si la oferta es formulada por la propia sociedad emisora de los valores a excluir, se procederá a la amortización o enajenación de los valores adquiridos en la oferta salvo que, por concurrir los requisitos contemplados en el artículo 75 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, esta amortización o enajenación no sea necesaria. A estos efectos, el límite de adquisición de acciones propias será del 10% del capital social.

En las ofertas de exclusión no procederá el informe del órgano de administración de la sociedad afectada previsto en el artículo 24.

5. El informe de valoración a que se refiere al artículo 34.5 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores, contendrá una justificación detallada sobre la propuesta y el precio ofrecido basada en los resultados obtenidos a partir de los siguientes métodos:

Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeño retoque técnico.

a. Valor teórico contable de la sociedad.

b. Valor liquidativo de la sociedad.

c. Cotización media de los títulos durante el semestre inmediatamente anterior al del acuerdo de solicitud de exclusión, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado.

d. Precio de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el ultimo año, a contar de la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión.

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

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

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

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

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

En el informe se justificará la relevancia respectiva de cada uno de los métodos empleados en la valoración.

6. El precio de la oferta, fijado por la sociedad emisora de los valores a excluir, no podrá ser inferior al mayor que resulte entre el precio equitativo al que se refieren el artículo 9 y el que resulte de tomar en cuenta, de forma conjunta y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos contenidos en el apartado 5.

	El folleto explicativo de la oferta incluirá la información relativa a la justificación del precio y el informe de valoración como documento complementario.	
4. Los valores quedarán excluidos de la negociación cuando se haya liquidado la operación, de acuerdo con lo previsto en el artículo 28.	7. Los valores quedarán excluidos de la negociación cuando se haya liquidado la operación, de acuerdo con lo previsto en el artículo 37.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeño retoque técnico.
Artículo 11	**Excepciones a la oferta pública de exclusión.**	
	No será precisa una oferta de exclusión en los siguientes supuestos:	Novedad no relacionada con la Directiva europea si bien en parte es consecuencia de la combinación en el sistema legal español de las compraventas forzosas con la OPA de exclusión
	a. Cuando se den las condiciones previstas en el artículo 47 para el ejercicio de las compraventas forzosas.	
	b. Cuando todos los titulares de los valores afectados acuerden por unanimidad la exclusión de negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de oferta pública.	
	c. Cuando se produzca la extinción de la sociedad mediante alguna operación societaria en virtud de la cual los accionistas de la sociedad extinguida se conviertan en accionistas de otra sociedad cotizada.	
	d. Cuando se hubiera realizado con anterioridad una oferta pública de adquisición por la totalidad del capital de la sociedad afectada en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y, además, se justifique el precio, según lo previsto en los apartados 5 y 6 del artículo 10mediante un informe de valoración, y se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra de dichos valores, al mismo precio que el de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de	

		la oferta precedente.	
		e. Cuando la Junta General de Accionistas y, en su caso, la Asamblea General de Obligacionistas, de la sociedad emisora de los valores a excluir, acuerde un procedimiento que a juicio de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en virtud de lo establecido en el artículo 34.2 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, sea equivalente a la oferta pública porque asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de valores afectados por la exclusión.	
Artículo 8	**Ofertas públicas de adquisición voluntarias.**	**Artículo 13**	**Ofertas voluntarias.**
Aun cuando no resulten obligatorias, según lo previsto en los artículos anteriores, podrán formularse ofertas públicas de adquisición de acciones, o de otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.		1. Aun cuando no resulten obligatorias según lo previsto en este Real Decreto, podrán formularse con carácter voluntario ofertas públicas de adquisición de acciones de una sociedad cotizada, o de otros valores que, directa o indirectamente, puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, pero con cambios de relevancia como el que se limiten a sociedades cotizadas o la adaptación al nuevo modelo de OPAs obligatorias *a posteriori.*
Cuando se refieran a valores admitidos a negociación en Bolsa de valores, tales ofertas públicas deberán ser autorizadas por la Comisión Nacional del Mercado de Valores y dirigirse a todos los titulares de los valores a los que se refieran, quedando sujetas a las mismas reglas y procedimientos establecidos para las ofertas públicas obligatorias previstas en el artículo 1 de este Real Decreto.			
		2. Las ofertas voluntarias podrán sujetarse a las siguientes condiciones, siempre que su cumplimiento o incumplimiento pueda ser verificado al finalizar el plazo de aceptación:	Se amplía notablemente la posibilidad de condicionar las OPAs voluntarias con respecto al artículo 21 del Real Decreto 1197/1991.
		a. Aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales o adopción de otros acuerdos por la Junta General de Accionistas de la sociedad afectada.	En línea con el Real Decreto 1197/1991 (artículo 21).
		b. Aceptación de la oferta por un determinado número	En línea con el Real Decreto 1197/1991 (artículo 15).

			mínimo de valores de la sociedad afectada. c. Aprobación por la Junta General de la sociedad oferente de la oferta. d. Cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la Comisión Nacional del Mercado de Valores. 3. Sin perjuicio de las especialidades contenidas en el presente artículo, las ofertas voluntarias quedarán sujetas a las mismas reglas establecidas para las ofertas obligatorias contempladas en este Real Decreto. 4. Podrá formular una oferta voluntaria por un número de valores inferior al total quien no vaya a alcanzar, a resultas de ella, una participación de control o quien, ostentando ya una participación de control, pueda libremente incrementar su participación en la sociedad afectada sin sujetarse a la obligación de formular una oferta obligatoria. 5. Las ofertas voluntarias no habrán de formularse al precio equitativo. 6. Si en el curso de la formulación de una oferta voluntaria esta deviniera obligatoria, la oferta deberá cumplir con lo dispuesto en este Real Decreto para las ofertas obligatorias. La Comisión Nacional del Mercado de Valores 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 la misma.	
Artículo 9	**Reducción de capital mediante adquisición de acciones propias.**	**Artículo 12**	**Oferta pública de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias.**	
	Cuando la reducción del capital de una sociedad cotizada se realice mediante la compra por ésta de sus propias acciones		1. Cuando la reducción del capital de una sociedad cotizada española se realice mediante la compra por ésta	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeño retoque técnico,

	para su amortización, será de aplicación, sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en el artículo 170 de la Ley de Sociedades Anónimas, lo establecido en el presente Real Decreto.		de sus propias acciones para su amortización, sin perjuicio de los requisitos mínimos previstos en el artículo 170 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas, aprobado por Real Decreto Legislativo 1564/1989, de 22 de diciembre, deberá formularse una oferta pública de adquisición de acuerdo con lo establecido en este Real Decreto. Si las acciones comprendidas en las declaraciones de aceptación hubiesen superado el límite máximo de la oferta, se aplicarán las reglas de distribución y prorrateo previstas en el artículo 38.	precisándose la obligación de formulación de OPA a pesar de su obviedad.
			2. Cuando dicha compra se realice según lo previsto en el Reglamento (CE) nº 2273/2003 de la Comisión, de 22 de diciembre de 2003, por el que se aplica la Directiva 2003/6/CE del Parlamento Europeo y del Consejo en lo que se refiere a las exenciones para los programas de recompra y la estabilización de instrumentos financieros y no exceda del 10% del capital con derecho de voto de la sociedad no será necesario formular una oferta pública de adquisición.	Apartado introducido como consecuencia del artículo 8 la Directiva 2003/6/E relativa al abuso de mercado.
Artículo 39	**Supervisión, inspección y sanción.**	**Artículo 49**	**Supervisión, inspección y sanción.**	
	Las personas o entidades que promuevan una oferta pública de adquisición, las sociedades afectadas, las Sociedades y agencias de valores y Bolsa que actúen en representación del oferente, los administradores de cualquiera de las entidades anteriormente indicadas y cualquier otra persona que directa o indirectamente intervenga por cuenta o de forma concertada con aquéllas en la oferta pública quedarán sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la Ley 24/1988, de 28 de junio, del Mercado de Valores.		Las personas o entidades que promuevan una oferta pública de adquisición, las sociedades afectadas, las sociedades y agencias de valores o las entidades de crédito que actúen en representación del oferente, los administradores de cualquiera de las entidades anteriormente indicadas y cualquier otra persona que directa o indirectamente intervenga por cuenta o de forma concertada con aquéllas en la oferta pública, quedarán sujetas al régimen de supervisión, inspección y sanción de la Ley 24/1988, de 28 de junio, del Mercado de Valores.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeño retoque técnico.
Artículo 40	**Suspensión de derechos políticos.**	**Artículo 27**	**Suspensión de derechos políticos.**	

1. Sin perjuicio de la aplicación de las sanciones a que se refiere el artículo precedente, quien adquiera acciones de una sociedad cuyo capital social esté admitido a negociación en una Bolsa de Valores y alcance o supere los porcentajes establecidos en el artículo 1 sin haber promovido previamente una oferta pública de adquisición, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de las acciones así adquiridas o que adquiera en lo sucesivo sin promover la correspondiente oferta pública de adquisición. Igual limitación afectará a quienes adquieran valores o instrumentos que directa o indirectamente puedan dar derecho a la suscripción o adquisición de acciones, una vez que efectivamente se haya producido la suscripción o adquisición de éstas, y a quienes hayan entrado en el disfrute de los derechos políticos en caso de usufructo o prenda de acciones.	1. Quien incumpla la obligación de formular una oferta pública de adquisición, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 60.3 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda por cualquier título, de ninguno de los valores poseídos indirectamente por el obligado a presentar la oferta pública y de los valores que correspondan a quienes actúen concertadamente con él.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, adaptando la norma al nuevo modelo de OPA obligatoria total *a posteriori* introducido por la Directiva europea.
A estos efectos, se considerarán como derechos políticos derivados de las acciones los siguientes: el derecho de asistir y votar en las Juntas generales; el derecho de información; el derecho de suscripción preferente; el derecho a formar parte de los órganos de administración de la sociedad; el derecho a impugnar los acuerdos sociales, salvo que estos sean contrarios a la Ley, y, en general, todos aquellos que no tengan un contenido exclusivamente económico.	A tales efectos se consideran como derechos políticos derivados de los valores los siguientes: el derecho de asistir y votar en las Juntas y Asambleas Generales; el derecho de información; el derecho de suscripción preferente; el derecho a formar parte de los órganos de administración de la sociedad; el derecho a impugnar los acuerdos sociales, salvo que éstos sean contrarios a la Ley; y, en general, todos aquéllos que no tengan un contenido exclusivamente económico.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeño retoque técnico.
2. En el caso de fusiones de sociedades y tomas de control al que se refiere el número 1 del artículo 3, la suspensión de derechos políticos se producirá de inmediato en el caso contemplado en la letra a del citado número. En el caso contemplado en las letras b y c del citado número, la suspensión de derechos políticos no se producirá en tanto no concluya el período de seis meses previsto en ambos apartados sin que se hubiera producido oferta pública de adquisición, enajenación u oferta pública de venta.		

En los casos de los apartados 5 y 6 del artículo 3, la suspensión de derechos políticos no se producirá en tanto no concluya el período de dos meses previsto para solicitar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores autorización de una oferta pública de adquisición en las condiciones establecidas en el apartado 7 de ese artículo.		
3. Quien hubiese adquirido las acciones infringiendo la obligación de formular una oferta pública de adquisición, sólo podrá recuperar los derechos políticos correspondientes a las mismas mediante la formulación de una oferta pública de adquisición sobre el resto de las acciones de la sociedad, en la que el precio se fije con arreglo a lo dispuesto en el artículo 7, o mediante la obtención del consentimiento unánime del resto de los accionistas, manifestado individualmente.	2. Sólo podrán recuperarse los derechos políticos suspendidos de acuerdo con lo dispuesto en el apartado anterior mediante la formulación de una oferta pública de adquisición sobre la totalidad de los valores de la sociedad, en la que el precio se fije con arreglo a lo dispuesto en el artículo 10, o mediante la obtención del consentimiento unánime del resto de los titulares de los valores, manifestado individualmente.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeño retoque técnico.
4. La mera reventa de las acciones adquiridas con infracción del deber de formular una oferta pública de adquisición no impedirá la aplicación de las sanciones administrativas correspondientes ni permitirá ejercitar los derechos políticos de las acciones irregularmente adquiridas y que no hubieran sido enajenadas. El adquirente de las acciones objeto de reventa solo podrá ejercitar los derechos políticos correspondientes a aquéllas, en el supuesto de que el adquirente no mantenga con el transmitente ninguno de los vínculos contemplados en el artículo 2.1 del presente Real Decreto.	3. La mera reventa de los valores alcanzados con infracción del deber de formular una oferta pública de adquisición no impedirá la aplicación de las sanciones administrativas correspondientes ni permitirá ejercitar los derechos políticos de los valores poseídos y que no hubieran sido enajenados. El adquirente de los valores objeto de reventa sólo podrá ejercitar los derechos políticos correspondientes a aquéllos en el supuesto de que el adquirente no mantenga con el transmitente ninguno de los vínculos contemplados en los artículos 5 y 6 del presente Real Decreto.	Se mantiene la redacción del Real Decreto 1197/1991, en su redacción de 2003, con pequeño retoque técnico.
5. Serán nulos los acuerdos adoptados por los órganos de una sociedad cuando para la constitución de éstos o la adopción de aquéllos hubiera sido necesario computar las acciones cuyos derechos políticos estén suspendidos con arreglo a lo dispuesto en el presente Capítulo.		
La Comisión Nacional del Mercado de Valores estará legitimada para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación, de acuerdo con lo previsto en el artículo 60 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores, sin perjuicio		

de la legitimación que pueda corresponder a otras personas.

Cuando la Comisión Nacional del Mercado de Valores impugne los acuerdos del Consejo de administración de la sociedad afectada, no serán de aplicación los plazos que para los administradores y los accionistas establece el artículo 143 del texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas.

A.2.- Análisis comparativo del contenido del folleto en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores y el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. (Vigente hasta el 13 de agosto de 2007)

Versión 2003	Versión 2007
I. Elementos subjetivos de la oferta:	**CAPÍTULO I. Personas responsables del folleto**
d. Personas responsables del folleto.	a. Nombre y cargo de las personas responsables del folleto y en su caso, de las partes concretas sobre las que asumen la responsabilidad. b. Declaración de los responsables asegurando que los datos e informaciones comprendidos en el folleto son verídicos, no se incluyen datos o informaciones que puedan inducir a error y no existen omisiones susceptibles de alterar su contenido.
	Acuerdos, ámbito y legislación aplicables. a. Acuerdos y decisiones del oferente para la formulación de la oferta y apoderamiento a las personas responsables del folleto. b. Ámbito de la oferta, legislación aplicable y autoridad competente con indicación detallada de las normas aplicables en función de lo dispuesto en el artículo 1 de este Real Decreto. c. Mercados en los que se formulará la oferta. d. Indicación de la legislación nacional que regirá los contratos celebrados entre el oferente y los titulares de valores de la sociedad afectada como consecuencia de la oferta, y de los órganos jurisdiccionales competentes.

	Información sobre la sociedad afectada.
a. Denominación y domicilio de la sociedad afectada.	a. Denominación social y comercial. Domicilio social y dirección. b. Composición del capital social. Otros valores que puedan dar derecho a la adquisición o suscripción de acciones. Derechos de voto de los valores. Mercados en los que se encuentran admitidas a negociación las acciones y los demás valores cotizados. c. Estructura de los órganos de administración, dirección y control con indicación de sus respectivos cargos y de las acciones y los demás valores de la sociedad afectada pertenecientes a los miembros de dichos órganos. d. Estructura accionarial de la sociedad afectada y pactos parasociales. e. Limitaciones al derecho de voto y restricciones de acceso a los órganos de administración contempladas en los estatutos sociales.
	Información sobre el oferente y su grupo.
b. Nombre y domicilio del oferente o, cuando sea una persona jurídica, denominación o razón social, domicilio y objeto social.	a. Personalidad jurídica, denominación social y comercial, domicilio social, dirección, fecha de constitución, período de actividad y objeto social. Si se trata de una persona física, nombre y domicilio. b. Composición del capital social. Otros valores que puedan dar derecho a la adquisición o suscripción de acciones. Derechos de voto de los valores. Mercados en los que se encuentran admitidas a negociación, en su caso, las acciones y los demás valores cotizados. c. Estructura de los órganos de administración, dirección y control con indicación de sus respectivos cargos y de las acciones y los demás valores de la sociedad oferente pertenecientes a los miembros de dichos órganos.

	d. Identidad de los principales accionistas o socios del oferente con indicación de los valores, derechos de voto y personas que ejercen el control individualmente o de forma concertada. Cuando el oferente no esté controlado por ninguna persona, se indicará expresamente.
	e. Identidad de las personas físicas o jurídicas que actúen en concierto con el oferente y descripción de los pactos u otras relaciones que originan la actuación concertada. Si no existe ninguna persona que actúe concertadamente con el oferente, se indicará expresamente.
	f. Acuerdos relativos a la aplicación de las medidas de neutralización y compensaciones previstas por la sociedad afectada.
	g. Acuerdos relativos a la aplicación de las medidas de neutralización o equivalentes y compensaciones previstas por la sociedad oferente.
c. Entidades que pertenezcan al mismo grupo que el oferente, con indicación de la estructura del grupo.	h. Entidades que pertenezcan al mismo grupo que el oferente, con indicación de la estructura del grupo. En su defecto, declaración negativa.
	Acuerdos sobre la oferta y la sociedad afectada.
	a. Tipo, fecha y precio o contraprestación de las operaciones, al contado o a plazo, realizadas por el oferente y quienes actúen concertadamente con él durante los últimos 12 meses anteriores al anuncio previo de la oferta.
	Con idéntico detalle, se informará de las operaciones referidas al periodo transcurrido desde el anuncio previo de la oferta hasta su presentación y de las realizadas posteriormente, hasta la autorización.
	Si existiera algún acuerdo sobre la oferta o la sociedad afectada con sus accionistas o administradores, la información de este apartado se extenderá a todas las personas integrantes del acuerdo.

Si no existiera ninguna operación, se indicará expresamente.

b. De existir algún acuerdo con la sociedad afectada, se indicarán también las operaciones de autocartera de esta última en el periodo señalado en la letra a anterior.

Actividad y situación económico-financiera del oferente.

h. Información sobre la actividad y situación económico-financiera de la sociedad oferente, con identificación de su patrimonio, cifra de negocios, activos totales, endeudamiento y resultados, y referencia expresa a cualquier salvedad o indicación relevante que conste en los informes de auditoría en relación con ellos. Cuando la sociedad oferente forme parte de un grupo, la citada información deberá referirse no sólo a la sociedad oferente, sino también a los estados financieros del grupo consolidado.

a. Información sobre la actividad y situación económico-financiera de la sociedad oferente correspondiente al último ejercicio cerrado y auditado, con identificación de su patrimonio, cifra de negocios, activos totales, endeudamiento financiero neto y resultados, y referencia expresa a cualquier salvedad o indicación relevante que conste en los informes de auditoría.

Cuando la sociedad oferente forme parte de un grupo, la citada información deberá referirse no sólo a la sociedad oferente, sino también a los estados financieros del grupo consolidado.

En el caso de que la sociedad oferente no tenga actividad o haya sido creada para la realización de la oferta, las informaciones de este párrafo deberán referirse a sus accionistas o socios de control.

b. Se incluirán también los datos anteriormente señalados, referidos al periodo posterior al cierre de las últimas cuentas anuales en la medida que se hayan hecho públicos.

II. Elementos objetivos de la oferta:

CAPÍTULO II. Valores a los que se dirige la oferta

a. Valores a los que se extiende la oferta.

a. Número y descripción de los valores o clases de valores a los que se dirige la oferta y derechos de voto correspondientes.

	b. Número y descripción de los valores o clases de valores que hayan sido inmovilizados con el fin de impedir su transmisión por cualquier medio durante la oferta, derechos de voto correspondientes e identidad de sus titulares.
d. Número máximo de valores a los que se extiende la oferta y, en su caso, número mínimo de valores a cuya adquisición se condicione la efectividad de la oferta. En este último supuesto, la diferencia entre el número máximo y mínimo de valores habrá de ser igual o superior al 20% del referido número máximo.	c. Número y descripción de los valores o clases de valores a los que se extiende de modo efectivo la oferta una vez deducidos los que hubieran sido inmovilizados y derechos de voto correspondientes,, indicando, en su caso, el porcentaje o número máximo y mínimo de valores que el oferente se compromete a adquirir.
	d. Distribución de los valores y respectivos derechos de voto entre los distintos oferentes, en su caso.
	Contraprestación ofrecida.
b. Contraprestación ofrecida por los valores.	a. Contraprestación ofrecida por cada valor o clase de valores y forma en que se hará efectiva. Si la sociedad afectada ha anunciado algún dividendo cuyo pago se va a producir durante el plazo de aceptación de la oferta, deberá indicarse si el importe bruto de dicho dividendo será deducido o no de la contraprestación ofrecida.
	b. Justificación de la contraprestación y método de valoración utilizado para determinar el precio equitativo cuando proceda.
c. Cuando la contraprestación consista total o parcialmente en canje por otros valores emitidos por sociedad distinta de la oferente, se incluirá en el folleto:	c. Cuando la contraprestación consista total o parcialmente en canje por otros valores, se incluirá, además: Información sobre las proporciones en que haya de producirse el canje. Precio equivalente en efectivo que resulta de aplicar a la ecuación de canje la cotización media ponderada de los valores ofrecidos, correspondiente al trimestre anterior al anuncio previo de la oferta.

Valoración realizada por experto independiente.

Informe de experto independiente que determine el precio en dinero de los valores ofrecidos en canje cuando se trate de valores a emitir por la propia sociedad oferente y su capital no esté total o parcialmente admitido a negociación en un mercado oficial español o en un mercado regulado de algún Estado miembro de la Unión Europea, o cuando se ofrezcan valores no admitidos a negociación en dichos mercados.

d. Compensación ofrecida a cambio de las medidas de neutralización que puedan resultar ineficaces como consecuencia de lo establecido en el artículo 29 de este Real Decreto, especificando la forma en que se abonará la compensación y el método empleado para determinarla.

Información sobre la situación económico-financiera de la sociedad emisora, con detalle similar al señalado en la letra g del epígrafe I precedente, de forma que resulte posible formar adecuado juicio sobre la estimación del valor ofrecido.

Derechos y obligaciones que incorporen los valores, con expresa referencia a las condiciones y a la fecha a partir de la cual dan derecho a participar en beneficios, así como mención expresa de si gozan o no de derecho de voto.

g. Todas las demás condiciones a las que esté sujeta la oferta.

Condiciones a las que está sujeta la oferta.

g. Eventuales acuerdos, expresos o no, entre el oferente y los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada; ventajas específicas que el oferente haya reservado a dichos miembros; y, de darse cualquiera de las anteriores circunstancias, referencia a los valores de la sociedad oferente poseídos por dichos miembros.

a. Descripción completa de todos los acuerdos o pactos de cualquier naturaleza entre el oferente y los accionistas y miembros de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada, y ventajas reservadas por el oferente a dichos miembros. En su defecto, declaración negativa.

Si la declaración del párrafo anterior no fuese negativa, valores y derechos de voto de la sociedad oferente pertenecientes a los miembros de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada y a los accionistas integrantes del acuerdo.

b. Miembros pertenecientes a los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada y de la sociedad oferente simultáneamente.

f. Cuando el oferente sea una sociedad, los valores de dicha sociedad en poder de la sociedad afectada, con indicación de los derechos de voto que les corresponda.

c. Acciones y otros valores que puedan dar derecho a su adquisición o suscripción de la sociedad oferente pertenecientes, directa o indirectamente, a la sociedad afectada, con indicación de los derechos de voto y declaración negativa en su defecto.

Valores de la sociedad afectada pertenecientes al oferente.

e. Relación de los valores de la sociedad afectada de los que sean titulares directa o indirectamente el oferente, las sociedades de su mismo grupo, otras personas que actúen por cuenta del oferente o concertadamente con él y, de ser el oferente una persona jurídica, los miembros de sus órganos de administración, con indicación de los derechos de voto correspondientes a los valores y de la fecha y precio de los adquiridos en los últimos doce meses.

a. Acciones y otros valores que den derecho a su suscripción o adquisición de la sociedad afectada que pertenezcan, directa o indirectamente, al oferente, a sus administradores, a los administradores de las sociedades controladas pertenecientes a su grupo, a sus accionistas o socios de control, y a otras personas que actúen por cuenta del oferente o concertadamente con él, con indicación de los derechos de voto correspondientes.

b. Autocartera de la sociedad afectada.

Operaciones con valores de la sociedad afectada.

a. Descripción de las condiciones a las que esté sujeta la oferta o declaración negativa si no existiera ninguna.

b. Limitaciones o restricciones, reglamentarias, propias o impuestas por terceros, que el oferente pueda tener para una posible renuncia a dichas condiciones en caso de que no se cumplieran.

c. Previsiones del oferente sobre la posible renuncia a las condiciones e impacto de dicha renuncia en la oferta, en su finalidad y en las demás previsiones contenidas en el folleto.

Garantías y financiación de la oferta.

e. Tipo de garantías constituidas por el oferente para la liquidación de su oferta y, una vez presentada, la documentación acreditativa de aquéllas, identidad de las entidades financieras con las que hayan sido constituidas, en su caso, y su importe.

III. Elementos formales:

a. Plazo de aceptación de la oferta.

b. Formalidades que deben cumplir los destinatarios de la oferta para manifestar su aceptación, así como la forma y plazo en el que recibirán la contraprestación.

c. Gastos de aceptación y liquidación de la oferta que sean de cuenta de los destinatarios, o distribución de los mismos entre el oferente y aquéllos.

d. Designación de las Sociedades o agencias de Valores y Bolsa que actúen por cuenta del oferente.

a. Tipo de garantías constituidas por el oferente para la liquidación de la oferta, identidad de las entidades financieras con las que hayan sido constituidas e importe.

b. Fuentes de financiación de la oferta y principales características y condiciones de dicha financiación, incluyendo en caso de financiación ajena la identidad de los acreedores financieros y la previsión del oferente para atender el servicio financiero de la deuda.

c. Efectos de la financiación sobre la sociedad afectada. Si el oferente prevé que el pago de los intereses de la financiación de la oferta, su refinanciación o sus garantías dependerán del negocio de la sociedad afectada, deberá indicarse expresamente e incluirse una descripción detallada de los acuerdos de financiación. De lo contrario, deberá hacerse una declaración negativa.

CAPÍTULO III. Procedimiento de aceptación y liquidación.

a. Plazo de aceptación de la oferta.

b. Formalidades que deben cumplir los destinatarios de la oferta para manifestar su aceptación, así como la forma y plazo en el que recibirán la contraprestación.

c. Gastos de aceptación y liquidación de la oferta que sean de cuenta de los destinatarios, o distribución de los mismos entre el oferente y aquéllos.

d. Plazos para la renuncia a las condiciones a las que, en su caso, esté sujeta la eficacia de la oferta.

e. Designación de las entidades o intermediarios financieros que actúen por cuenta del oferente en el procedimiento de aceptación y liquidación.

	f. Formalidades que deben cumplir los titulares de los valores para solicitar la compra forzosa de los valores afectados por la oferta y elegir, en su caso, la naturaleza de la contraprestación en el caso de que se den las condiciones indicadas en el artículo 47 de este Real Decreto.
	CAPÍTULO IV. Finalidad de la operación.
a. Finalidad perseguida con la adquisición, mencionando expresamente las intenciones del oferente sobre la actividad futura de la sociedad afectada. Se incluirán, en su caso, eventuales planes relativos a la utilización de activos de la sociedad afectada, y los que se refieran a los órganos de administración de la sociedad afectada, así como las modificaciones de los estatutos de la sociedad afectada y las iniciativas con respecto a la cotización de los títulos de dicha sociedad.	a. Finalidad perseguida con la adquisición.
	b. Planes estratégicos e intenciones sobre las actividades futuras y la localización de los centros de actividad de la sociedad afectada y su grupo para un horizonte temporal mínimo de 12 meses.
	c. Planes estratégicos e intenciones respecto al mantenimiento de los puestos de trabajo del personal y directivos de la sociedad afectada y su grupo, incluyendo cualquier cambio importante en las condiciones de trabajo para un horizonte temporal mínimo de 12 meses.
f. Declaración relativa a un posible futuro endeudamiento del oferente así como, en su caso, de la sociedad afectada para la financiación de la oferta.	d. Planes relativos a la utilización o disposición de activos de la sociedad afectada; variaciones previstas en su endeudamiento financiero neto.
	e. Planes relativos a la emisión de valores de cualquier clase por la sociedad afectada y su grupo.
	f. Reestructuraciones societarias de cualquier naturaleza previstas.
	g. Política de dividendos.

h. Planes sobre la estructura, composición y funcionamiento de los órganos de administración, dirección y control de la sociedad afectada y su grupo. Previsiones sobre la designación de miembros en dichos órganos por el oferente.

i. Previsiones relativas al mantenimiento o modificación de los estatutos de la sociedad afectada o de las entidades de su grupo.

j. Intenciones con respecto al mantenimiento de la cotización de los valores de la sociedad afectada o, en su caso, la exclusión y compromisos para la adopción, en los 6 meses siguientes a la liquidación de la oferta, de las medidas que permitan el mantenimiento o la exclusión en bolsa, en función de las intenciones manifestadas.

k. Intención de aplicar o no el derecho de venta forzosa previsto en el artículo 47 de este Real Decreto.

l. Intenciones relativas a la transmisión de valores de la sociedad afectada, indicando si existe algún acuerdo a este respecto con otras personas y los valores de la sociedad afectada que pertenecen, en su caso, a dichas personas.

m. En la medida en que la sociedad oferente se vea afectada por la oferta, deberán incluirse las informaciones a que se refieren los párrafos anteriores de este Capítulo referidas a la propia sociedad oferente y su grupo.

n. Cuando el oferente sea una sociedad cotizada deberá indicarse el impacto de la oferta y su financiación sobre sus principales magnitudes financieras.

CAPÍTULO V. Autorizaciones y otras informaciones o documentos.

b. Posibilidad o no de que el resultado de la oferta quede afectado por la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia o por el Reglamento (CEE) nº 4064/1989 del Consejo de las Comunidades Europeas, y, en su caso, eventuales actuaciones que pretenda o deba iniciar el oferente ante los órganos de Defensa de la Competencia, con indicación de sus posibles consecuencias de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 37 y 38.

a. Posibilidad o no de que el resultado de la oferta quede afectado por la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, por el Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo de las Comunidades Europeas o por otras normas de Defensa de la Competencia y, en su caso, eventuales actuaciones que pretenda o deba iniciar el oferente, con indicación de sus posibles consecuencias de acuerdo con lo dispuesto en los artículos 26 y 33 de este Real Decreto.

b. Detalle de las autorizaciones o verificaciones administrativas, distintas de la correspondiente a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, obtenidas con carácter previo a la formulación de la oferta.

Si como consecuencia de la adquisición o transmisión de la titularidad o el control de los valores resultantes de la oferta, el oferente requiriese alguna autorización o verificación administrativa, que se encuentra pendiente de obtención o de solicitud, se informará de esta circunstancia, de las actuaciones que pretenda o deba iniciar y de los efectos previstos para el supuesto de incumplimiento o falta de obtención.

c. En las ofertas formuladas como permuta, el folleto de la oferta deberá contener información adicional equivalente a la del folleto informativo previsto en el Real Decreto 1310/2005, de 4 de noviembre salvo que exista un documento de registro o folleto informativo del emisor de los valores entregados en canje, válido según lo dispuesto en los artículos 27, 30 y 31 de dicho Real Decreto.

d. Lugares donde podrá consultarse el folleto y los documentos que lo acompañan.