



*Documentos de Trabajo del Departamento de
Derecho Mercantil*

2006/3

Mayo 2006

**LA ARMONIZACIÓN DISGREGANTE: LA DIRECTIVA DE OPAS
Y EL PRINCIPIO DE NEUTRALIZACIÓN DE MEDIDAS DEFENSIVAS**

Juan Sánchez-Calero Guilarte

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.
Universidad Complutense.
Ciudad Universitaria s/n.
28040 Madrid
00 34 -913 94 54 93
jscalero@der.ucm.es
<http://www.ucm.es/info/mercantil>

Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense
<http://www.ucm.es/eprints>

Copyright © 2006 por el autor

LA ARMONIZACIÓN DISGREGANTE: LA DIRECTIVA DE OPAs Y EL PRINCIPIO DE NEUTRALIZACIÓN DE MEDIDAS DEFENSIVAS

Resumen:

La Directiva de OPAs de 2004 es el resultado de un largo esfuerzo por armonizar estas operaciones. Se trata de favorecer un marco regulador común a los Estados miembros en relación con los aspectos principales de estas operaciones como forma de que todos los accionistas puedan participar en un eventual cambio de control. La Directiva pretendía limitar la utilización de medidas defensivas, que proliferan en los distintos mercados europeos. Con esa finalidad, su artículo 11 introdujo el principio de neutralización de esas medidas, como una especie de ineficacia temporal de las mismas ante la presentación de una OPA. Se trata de una orientación acertada si se quiere fomentar la utilidad de las OPAs como instrumentos de control corporativo. Pero esa orientación se ve debilitada por el régimen opcional que la propia Directiva tolera, de manera que tanto los Estados miembros, como las sociedades cotizadas pueden eludir la neutralización. El trabajo critica ese resultado, examinando los aspectos principales de la neutralización de medidas anti-OPA y de su posible elusión. También se aborda la eventual transposición de la Directiva al ordenamiento español y sus dificultades.

Palabras clave: Derecho de sociedades, mercados de valores, OPAs, Derecho europeo, medidas defensivas, neutralización, reciprocidad.

Abstract:

The 2004 Takeovers Directive represents the final result of a long effort to harmonize this type of transactions. It intends to establish a common regulatory framework for the Member States concerning the principal aspects of these operations, as means to promote the participation of all shareholders in an eventual change of control. The Directive aims to limit the use of defensive measures, which proliferate within the European markets. According to this purpose, article 11 provides the «break through» rule for these measures, as an instrument of temporal inefficacy when a takeover occurs. It is an adequate approach if what it is meant is to promote the use of takeovers as corporate control instruments. However, this orientation is weakened by the optional regime that the Directive embraces, so that Member States and listed companies can avoid the neutralization. This paper criticizes this outcome, examining the principal aspects of the neutralization of anti-takeover provisions and its possible elusion. It also addresses the eventual transposition of the difficulties of the Directive into the Spanish legal order.

Key words: Corporate law, Stock Markets, Takeovers, European Law, Defensive measures, Neutralization, Reciprocity.

**LA ARMONIZACIÓN DISGREGANTE: LA DIRECTIVA DE OPAs Y EL PRINCIPIO DE
NEUTRALIZACIÓN DE MEDIDAS DEFENSIVAS***

Juan Sánchez-Calero Guilarte**

SUMARIO:

I.- INTRODUCCIÓN: EL RESULTADO DE LA REFORMA.....	3
II.- LA ARMONIZACIÓN DEL DERECHO DE OPAs COMO PRINCIPIO COMUNITARIO.....	8
1. Los problemas de la Directiva de OPAs.....	8
2. Integración de mercados y paridad de accionistas y sociedades.....	10
3. Control corporativo e intereses nacionales.....	14
III.- OPAs, MEDIDAS DEFENSIVAS Y TUTELA DE LOS ACCIONISTAS.....	19
1. Los mercados de valores como mercados de control societario.....	19
2. Las medidas defensivas y los intereses de los accionistas mayoritarios y de los administradores.....	22
3. La protección de los accionistas minoritarios ante el cambio de control.....	25
4. La compatibilidad entre la finalidad de la OPA y la validez de las medidas defensivas que disuaden de su formulación.....	28

* Versión ampliada y anotada de la comunicación remitida por el autor al III Seminario Harvard-Complutense sobre *Convergences and Parallelisms in Corporate and Insolvency Law within the US-EU Framework*, celebrado en la Universidad de Harvard los días 16 y 17 de mayo de 2005. Mi agradecimiento a Juan Ignacio Signes de Mesa, que me ha ayudado en la versión final de este trabajo, en particular en la búsqueda de materiales comparados sobre la transposición de la Directiva de OPAs y sobre algunos aspectos generales de Derecho comunitario. Este trabajo ha sido realizado en el marco del Proyecto de Investigación SEJ2004-03259/JUR1, titulado "Las grandes empresas entre el Derecho de sociedades y el mercado de valores II", que ha sido financiado por el Ministerio de Educación y Ciencia.

** Catedrático de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid

IV.- EL PRINCIPIO DE NEUTRALIZACIÓN.....	29
1. Una obligación de los Estados miembros.....	29
2. La concreción del principio.....	31
2.1. <i>Aspectos generales</i>	31
2.2. <i>Las medidas afectadas por la neutralización</i>	33
3. La flexibilidad en la aplicación del principio: el hundimiento del propósito armonizador	35
V.- LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA	37
1. Momentos de incertidumbre	37
2. El sistema que contemplan los arts. 11 y 12 de la Directiva	39
3. El acogimiento del principio de neutralización de las medidas defensivas existentes: la técnica legislativa	40
4. La política legislativa principal: ¿deben acogerse las disposiciones opcionales?.....	42
5. La opción corporativa: entre el <i>opting in</i> y el <i>opting out</i>	44
6. La reciprocidad	49
6.1. Los elementos del sistema: la igualdad entre competidores	49
6.2. La presentación de una OPA como condición	51
6.3. reciprocidad y OPAs competidoras	52
6.4. Las medidas defensivas afectadas por la reciprocidad.....	53
6.5. El acogimiento de la regla de reciprocidad	54
7. Un apunte sobre cuestiones transitorias	55
8. La neutralización post-OPA	56
9. La compensación derivada de la neutralización	58

I.-INTRODUCCIÓN: EL RESULTADO DE LA REFORMA.

La Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición¹ (en adelante, OPAs) supuso la culminación de un prolongado esfuerzo de armonización europea de este tipo de operaciones, de especial relevancia en la organización y funcionamiento de los mercados de valores. El rechazo que la anterior propuesta sufrió en sus trámites finales² ya había alertado sobre la importancia que esta disciplina merecía para los Estados miembros, conscientes de que se trataba de abordar algo más que una mera técnica de contratación bursátil, y que con ella se podían ver afectados principios jurídicos y de política económica en absoluto desdeñables.

La regulación de las OPAs es cuestión compleja a partir de su doble y conocida inspiración. Se trata, de una parte, de regular una determinada técnica de contratación bursátil que autoriza que a una misma oferta respondan la totalidad de los accionistas de una sociedad, prestando su consentimiento o absteniéndose de hacerlo. Para ello, el régimen legal debe contemplar de manera especial aspectos tales como la formulación de la oferta (su contenido y su publicidad), la aceptación (los plazos), el carácter irrevocable, la posibilidad de ofertas (competidoras) coincidentes sobre los mismos valores y otros muchos

¹ DOUE L 142, de 30 de abril de 2004, p. 12 y ss.

² v. sobre la inicial Propuesta, posteriormente rechazada, ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., "Propuesta de Decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de Derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición", RDBB 63 (1996), pp. 695-705; HERNÁNDEZ SAINZ, E., "Nueva propuesta de Decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición", RdS 7 (1996), pp. 455-458; RUIZ PERIS, I./ESTEBAN QUESADA, C., "La propuesta de la libertad. Observaciones en torno a una nueva propuesta de Decimotercera Directiva en materia de Derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición", RDBB 66 (1997), pp. 401-429 y algunas referencias en ALONSO UREBA, A./PALÁ LAGUNA, R., "La posición común de la Unión Europea en Materia de OPAs", en AA.VV., *Estudios Homenaje Sánchez Calero*, t. III, Madrid (2002), pp. 2472-2474. Ofrece también una revisión general MAGLIANO, R., "I nodi irrisolti della tredicesima Direttiva societ : dall'armonizzazione alla concorrenza tra sistema normativi", *Diritto del commercio internazionale* 2 (2005), pp. 283-288.

extremos a los que la Directiva también se refiere (v. sus artículos 7, 8 y 13, principalmente).

De otra parte, la disciplina de las OPAs es una normativa societaria³, coherente con la aptitud de esas disposiciones como marco a través del cual concluir aquellas operaciones que implican el cambio del control de una sociedad cotizada, a partir precisamente de la generalizada consideración de los mercados de valores, como mercados de control corporativo⁴. Sin ánimo de ser exhaustivos, puede decirse que esa condición normativa de la Directiva se deduce, a simple vista, de los preceptos que abordan principios como el de paridad de trato de los accionistas o el de protección de los minoritarios, los que imponen determinadas obligaciones a los órganos de la sociedad afectada por la oferta o, por último, de la incidencia que la formulación de la OPA tendrá sobre disposiciones estatutarias o pactos entre accionistas o sobre la preceptiva adopción de acuerdos por parte de la junta o de los administradores.

Es esta segunda perspectiva la que ha orientado las principales disposiciones de la Directiva, que trata de hacer frente a un nuevo escenario, imprescindible para dar efectividad a la idea del mercado interior: someter a un régimen coincidente las posibilidades de provocar un cambio de control en las sociedades cotizadas de cualquiera de los Estados europeos. Objetivo que, como se advierte con facilidad, no resulta desde luego irrelevante para algunos planteamientos que en materia de política económica y legislativa sostienen los distintos Estados

³ Como evidencia el que la precedente Propuesta era la *Decimotercera Directiva en materia de Derecho de sociedades*, DOCE C 162, de 6 de junio de 1996, p. 6 y ss., aunque esa incardinación ha desaparecido en la rúbrica de la Directiva finalmente aprobada.

⁴ En un reciente trabajo de ROMANO, R., "After the Revolution in Corporate Law", ECGI Law Working Paper 50 (2005), p. 10, la introducción de este concepto debería adjudicarse a Henry G. Manne, quien en su artículo "Mergers and Market for Corporate Control", ya atisbó en 1965 que no eran las fusiones los genuinos mercados de control sino las OPAs, toda vez que en éstas desaparecía la facultad de los administradores amenazados por el cambio de control de intervenir en el proceso. Dentro de la muy amplia bibliografía al respecto, v. la reciente exposición de GRUNDMANN, S. "The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives and Policy Considerations", en AA.VV., *Corporate Governance in Context. Corporations, States and Markets in Europe, Japan, and the US*, (dirs. Hopt/Wymeersch,/Kanda/Baum) Oxford (2005) en especial, p. 423 y ss.

miembros desde posiciones diversas y, en ocasiones, abiertamente discrepantes, y que han encontrado en algunos casos recientes una ocasión propicia para sus reivindicaciones⁵.

Esa misma idea parece haber inspirado la discusión de la actual Directiva, que ofrece un resultado en algunos aspectos decepcionante⁶ por lo que implica de renuncia a una genuina armonización de las reglas aplicables a las OPAs en los distintos Estados miembros. Se convierte así la norma comunitaria en una regla de mínimos contenidos comunes⁷. De ahí el título de esta comunicación, que trata de llamar la atención sobre uno de los fracasos más notables del legislador europeo: el que se refiere al establecimiento de un marco normativo común con respecto a las denominadas medidas defensivas y, en concreto, a la vigencia de la neutralización de aquellas medidas de diversa naturaleza que pueden

⁵ Los meses transcurridos desde la presentación inicial de estas páginas hasta su actual revisión, han permitido asistir a una eclosión de OPAs en los mercados europeos (v. los casos más notorios de Gas Natural/E.on y Endesa en España o la de Mittal Group sobre Arcelor), junto con anuncios y rumores de otras operaciones. Esta situación ha generado reacciones contrapuestas de los gobiernos europeos, de manera que el llamado "*nacionalismo o patriotismo empresarial*" se discute de manera cotidiana, tanto a nivel español como europeo. A modo de ejemplo, cabe citar los siguientes titulares aparecidos en CincoDias.com con fecha 15 de marzo de 2006: "La Eurocámara critica el proteccionismo empresarial impulsado por los gobiernos europeos" y "Neelie Kroes luchará contra la 'interferencia indebida' de los gobiernos nacionales". Otro tanto cabe decir con respecto a las denuncias de algunos Estados en la Cumbre de Primavera de 2006: "Reino Unido, Italia y Holanda preparan una denuncia contra el 'nacionalismo económico' en la UE", CincoDias.com, 22 de marzo de 2006, aunque posteriormente Italia no participara en esa iniciativa.

⁶ La aprobación de la Directiva fue acogida por algunos gobiernos europeos con la coincidente calificación como insatisfactoria. Posteriormente, al abordar su trasposición, no faltaron juicios similares, aunque se reconozca al propio tiempo que, al fin y al cabo, la Directiva aprobada permite contar con un régimen común para las OPAS en el ámbito europeo. Como ejemplo de esa posición, cabe citar a la Secretaria de Estado británica, Patricia Hewitt: "*The Takeovers Directive had a long and difficult history during the course of EU negotiations. The final agreement achieves less than might have been hoped in terms of overcoming barriers to takeovers in the EU but, nevertheless, represents a step forward through laying down minimum standards for takeover regulation and applying many of the core values of the UK system at the EU level*": en su presentación de DTI, *Company Law Implementation of the European Directive on Takeover Bids. A Consultative Document*, Enero 2005, p. 1. Posteriormente, el mismo DTI ha difundido una síntesis de las respuestas que mereció su consulta: "Government Response and Summary of Responses to the Consultative Document", que puede obtenerse en www.dti.gov.uk/cld/facts/Takeoversgovernmentresponse.doc.

⁷ v. SCIPIONE, L., "La nuova disciplina dell'opa europea: un'ipotesi di regolamentazione minimale", *Diritto della banca y del mercado finanziario* 1 (2005), parte II, pp. 22-23.

condicionar de manera severa la formulación de una OPA, al ser escasas las posibilidades de que la misma tenga éxito, de manera que pueda provocar un cambio del control de la sociedad⁸.

El principio de neutralización o *break through rule* se concebía como uno de los pilares de la reforma europea, como una orientación normativa tendente a favorecer la formulación de OPAs por medio de la privación de efectos a las distintas barreras (contractuales, estatutarias o legales), las cuales, en la casuística societaria, suelen englobarse dentro de la heterogénea categoría de las medidas defensivas, anti-OPA, *poison pills* o similares términos acuñados en el lenguaje informativo y empresarial. Su concreción dentro de la Directiva conduce al art. 11 “Neutralización”, cuyo apartado 1 ordena a los Estados miembros velar “*por que se apliquen las disposiciones contempladas en los apartados 2 a 7 cuando se haga pública una oferta*”. Esos apartados se encargan, ciertamente, de diversas categorías de medidas defensivas, proclamando su no aplicabilidad frente a una oferta hecha pública. Por ello, la lectura de ese artículo puede llevar

⁸ A la hora de explicar el radical cambio registrado en este punto entre la Propuesta y la redacción final de la Directiva, conviene reproducir lo señalado en fecha reciente en un documento de la Comisión referido a las barreras legales que para procesos de concentración se derivan del Derecho de sociedades: DG Internal Market and Services, *IPM Survey on obstacles to cross border mergers and acquisitions*, abril 2005, p. 3: “5. *In some Member States, company law allows the company boards to set up defence mechanisms, such as double voting rights and poison pills, to prevent any hostile bids. Such asymmetries in company law might distort the level playing field within the EU, and protect national markets, sometimes to the benefits of participants in these markets.*

The initial Commission’s proposal for the new Takeover Bids Directive (2004/25/EC), adopted on 21 April 2004, included the approval of shareholders before activating defence mechanisms to counter a takeover bid. This provision has been repelled by the European Parliament and the Council. In the adopted text, Member States may decide to forbid such arrangements (i.e. opt in).

6. Even if an acquisitions successful, there may exist impediments to effective control, i.e. there may be a risk that the acquiring company does not acquire proportionate influence in the decision making process within the acquired company – while big exposed to disproportionate financial risks. This can be explained notably by the existence of special voting rights, ineffective proxy voting or use of the Administrative office by a foreign acquirer. Also barriers (or restrictions) to sell shares could hamper the process.

As mentioned in §5, the Commission’s initial proposal for a new Takeover Bids Directive tackled some of these issues, but some provisions were taken out of the final version during the co-decision procedure. Also, as part of the Corporate Governance Action Plan, the Commission opened a consultation on the exercise of shareholders’ rights which was closed in December 2004”.

v. dicho documento en http://europa.eu.int/comm/internal_market/finances/docs/cross-sector/mergers/consultation_en.pdf

a considerar que se ha dado cumplimiento al Considerando (19) de la Directiva, puesto que se brinda a *“todo oferente la posibilidad de adquirir una participación mayoritaria en otras sociedades y ejercer plenamente el control de éstas”*⁹.

Sin embargo, frente a esa consideración se alza una primera cautela que, desde luego, no oculta la Directiva, pues se formula en uno de sus primeros Considerandos y vincula la eficacia de la normativa sobre OPAs a su *flexibilidad y adaptabilidad*. Características que se dice que pasan por *excepciones y cláusulas de inaplicación* que, en todo caso, *“deben respetar determinados principios generales”*¹⁰. El art. 12 se ocupa de las “Disposiciones opcionales” y su apartado 1 contiene una de esas cláusulas de inaplicación cuando, entre otras facultades reconocidas a los Estados miembros, figura la de *no requerir* a las sociedades cotizadas *“que apliquen... el artículo 11”*. La simple lectura de esos preceptos hace evidente que el ámbito objetivo de lo excepcional es prácticamente coincidente con el régimen armonizado que se pretende establecer. Se trata de un indicativo de la dificultad de *adaptar* las legislaciones nacionales a un mínimo armonizador, de manera que será la propia Directiva la que se vea obligada, en aras de la flexibilidad apuntada, a limitar su intervención a cuestiones de principio¹¹.

Con ello se plantean dos cuestiones de las que tratan los siguientes apartados. La primera lleva a analizar en qué medida puede sostenerse que la inaplicación del art. 11 de la Directiva elimina el de neutralización como uno de los principios

⁹ Lo que pasa necesariamente por la *supresión* de las medidas defensivas, como proclaman de manera inequívoca el inciso segundo del mismo Considerando: *“A tal efecto, deben suprimirse las restricciones a la transmisibilidad de valores, las limitaciones de voto, los derechos especiales de nombramiento y los derechos de voto múltiple durante el plazo de aceptación de la oferta, y cuando la junta general de accionistas decida sobre medidas de defensa, sobre la modificación de los estatutos de la sociedad o sobre el nombramiento o la revocación de miembros del órgano de administración o dirección en la primera junta general de accionistas tras cerrarse la oferta”*.

¹⁰ v. Considerando (6).

¹¹ Se ha dicho que la Directiva se encontró con un espacio reducido *“a lo esencial”*: SCIPIONE, L., *Diritto della banca y del mercado financiero 1* (2005), p. 254. Es dudoso que esa apreciación pueda mantenerse en relación con la neutralización de las medidas defensivas.

generales de la norma europea o, en otro caso, supone una infracción de la proclamación del necesario respeto de ese principio general. La segunda tiene un mayor alcance y conecta la deficiente solución adoptada en materia de neutralización con el proceso de aproximación o armonización de las legislaciones estatales en materia de sociedades y de mercados de valores. Una mera lectura de los artículos 11 y 12 conduce a valorar como un fracaso una armonización cuyo resultado es depositar en manos de cada uno de los Estados miembros (o incluso de las propias sociedades cotizadas) un aspecto esencial para la regulación de las OPAs¹². Quizás una reflexión más detenida obligue a matizar tan crítica y rotunda apreciación inicial.

II. LA ARMONIZACIÓN DEL DERECHO DE OPAS COMO PRINCIPIO COMUNITARIO.

1. Los problemas de la Directiva de OPAs.

El establecimiento en el ámbito europeo de una regulación armonizada en materia de OPAs ha sido un objetivo largamente perseguido por el legislador comunitario. Basta con acudir al primero de los Considerandos de la vigente Directiva para encontrar que ese objetivo tiene su fundamento en el propio Tratado de la Comunidad Europea [v. art. 44.1 y 2,g)]. En materia de OPAs tiene que existir una coordinación que ofrezca en todos los Estados un grado similar de protección de accionistas y terceros.

Esa misma inspiración dio lugar a la precedente Propuesta de Directiva, que se integraba en la armonización del Derecho de sociedades, hablándose entonces de la Decimotercera Directiva, por su encuadre en las diversas Directivas aprobadas o propuestas en ese ámbito comunitario. Tras una larga y difícil tramitación¹³, la Propuesta fue rechazada en sus últimos pasos por el Parlamento

¹² Resulta difícil sustraerse a hacer un juego de palabras afirmando que la neutralización de las medidas defensivas ha terminado “neutralizando” la Directiva: v. MÜLBERT, P., *Make It or Break It: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover Directive?*, ECGI Law Working Paper nº 13 (2003), p. 1.

¹³ Con carácter general, un apunte de los problemas entonces inherentes a la armonización de OPAs puede verse en MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRON, J.M^a., “Las dificultades para la armonización en el Derecho comunitario del régimen de ofertas públicas de adquisición de valores de sociedades

Europeo¹⁴. Rechazo que puso de manifiesto las profundas discrepancias existentes entre algunos Estados en cuanto al grado de armonización o coordinación en este ámbito.

La Comisión Europea reaccionó de manera inmediata. Resultaba entonces obvio que las OPAs, siendo a la postre una modalidad de concentración empresarial, debían contribuir a la realidad del mercado interior¹⁵. La adopción de la Directiva en materia de OPAs figuraba como una de las medidas de adopción necesaria dentro del denominado Plan de Acción de Servicios Financieros presentado en 1999 por la Comisión. Por eso, este organismo reaccionó con prontitud al rechazo de la Propuesta, anunciando la presentación de otra nueva y solicitando al Grupo de Expertos de Alto Nivel de Derecho de Sociedades de la Comisión Europea que se acababa de constituir en aquél entonces la redacción de un informe¹⁶. El Informe que se presentó en enero de 2002 sirvió de base al texto de la nueva Propuesta.

Es en ese Informe en el que se plantea de manera fundamentada la solución favorable a la neutralización de las medidas defensivas que la Directiva ha

cotizadas", Derecho de los Negocios 104 (1999), p. 1 y ss. y en GARRIDO, J.M., "La Oferta Pública de Adquisición de acciones en el Derecho europeo", Noticias de la Unión Europea 252 (2006), p. 75 y ss.

¹⁴ Ofrecen una síntesis de la tramitación de la Directiva, DE CARLOS, L./DE CÁRDENAS, C., "Directiva de OPAs", en AA.VV., *Estudios sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, Papeles de la Fundación 5, t. II (2004) pp. 231-233 y más ampliamente, BENEYTO, J.M^a y PUENTE, J., "Las Ofertas Públicas de Adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado", Documento de Trabajo 2/2005 del Instituto de Estudios Europeos de la Universidad San Pablo-Ceu, febrero 2005, pp. 5-26 (puede obtenerse en www.ceu.es/idee). También, v. HERTIG, G./MCCAHERY, J.A., "Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?", ECGI, Law Working Paper nº 12 (2003), p. 20 y ss.; GRANT, J., "The European Takeover Directive", en AA.VV., *European Takeovers. The Art of Acquisition* (dir. Grant), Londres (2005), p. 56 y ss. y MÜLBERT, P., ECGI Law Working Paper nº 13 (2003), p. 2 y ss., con especial atención a la *break through rule*.

¹⁵ v. al respecto, MCCREEVY, Ch., "Speech at European Parliament Hearing on Cross-border Consolidation", Bruselas 31 de enero de 2006 (ref. SPEECH/06/51).

¹⁶ v. la traducción al castellano del *Informe*, realizada por el Profesor José María GARRIDO, miembro del Grupo redactor del Informe, en RDBB 89 (2003), p. 277 y ss.

convertido posteriormente en una de sus destacadas aportaciones¹⁷. Se parte de la formulación de dos principios -el de libre decisión de los accionistas y el de proporcionalidad entre riesgo y control- cuyas consecuencias “*han de ser especificadas*”¹⁸, dando así lugar, junto a otras reglas con esa común inspiración (en especial, v. art. 9 de la Directiva), al contenido del art. 11. La neutralización o *break through rule* implica la inoponibilidad de las medidas defensivas frente a quien ha presentado una OPA que, siendo admitida por un porcentaje suficiente de los accionistas, debe conllevar el acceso al control de la sociedad¹⁹.

2. Integración de mercados y paridad de accionistas y sociedades.

También en el Derecho comunitario, las OPAs son una materia situada entre la regulación de los mercados de valores y la de las sociedades cotizadas, aspectos ambos en los que el legislador comunitario ha llevado a cabo un importante esfuerzo de coordinación. La continuidad del mismo debería tener como resultado que las reglas aplicables a la presentación de OPAs en todos los mercados europeos fueran comunes. En primer lugar, porque de esta manera se impulsa, dentro de un real mercado interior, la libre circulación de capitales, beneficiaria siempre de un mayor grado de seguridad jurídica derivado de la aproximación de legislaciones. En segundo lugar, porque si admitimos que la posibilidad de que se produzcan cambios de control en las sociedades cotizadas está vinculada con la eficiencia de los mercados, no cabe duda de que ese objetivo se incrementa cuanto más abiertos sean los distintos mercados europeos.

¹⁷ GARRIDO, Noticias de la Unión Europea 252 (2006), p. 80 y ss.

¹⁸ v. *Informe*, RDBB 89 (2003), p. 290.

¹⁹ Señala el Informe citado, RDBB 89 (2003), p. 301: “*El efecto de la regla de ruptura debería ser el de corregir las desviaciones en los estatutos sociales, y en otros documentos constitutivos de la sociedad, respecto de los principios de libre decisión de los accionistas y de proporcionalidad entre capital que soporta riesgo y control. El oferente que adquiera el 75% o más del capital que soporta riesgo debería poder controlar la sociedad, sus negocios y su funcionamiento. Ello implica la existencia de dos tipos de normas, las referidas a diversos mecanismos en los estatutos y las relativas a otros documentos constitutivos*”.

Precisamente por ello, la aproximación de las legislaciones en materia de OPAs se convierte en un instrumento esencial para la integración de esos mercados. Es absurdo que se produzca una armonización intensa en materia de contabilidad e información de las sociedades cotizadas y que, sin embargo, la disciplina de las OPAs quede sometida al planteamiento individual de cada uno de los Estados, más o menos favorables a permitir la vulnerabilidad de sus sociedades cotizadas (sus grandes empresas nacionales) mediante la presentación de OPAs. Acercamiento legislativo complejo puesto que se pretende aproximar realidades muy diversas en cuanto a la estructura de propiedad en las sociedades cotizadas²⁰ y en lo relativo a las medidas defensivas admitidas por las legislaciones nacionales. Ahora bien, esa complejidad ha de superarse si se quiere dar credibilidad a la idea de igualdad o cuando menos, de coincidencia sustancial en los principios legales vigentes en esos mercados europeos²¹. Si la regulación de las OPAs implica una tensión entre la búsqueda de la uniformidad normativa y la diversidad de las situaciones presentes en cada Estado²², la armonización sólo cobra sentido si es capaz de imponer la primera sobre la segunda.

En definitiva, la aproximación de las reglas nacionales en esta materia se convierte en un presupuesto de igualdad, de la ineludible paridad de trato para

²⁰ V. SERVICIO DE ESTUDIOS. BOLSA DE MADRID, "La propiedad de las acciones cotizadas en España y Europa", Bolsa de Madrid, 141 (2005), p. 11 y ss. y con referencia a 2004, "La propiedad de acciones cotizadas y otros instrumentos en España", Bolsa de Madrid, 151 (2006), en especial pp. 24 y 25. Ofrece una información actualizada sobre la estructura de la propiedad de las sociedades cotizadas españolas la CNMV en su *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados secundarios oficiales*, Diciembre 2005, pp. 16-22.

²¹ Algún análisis económico de la cuestión incide en cuestionar la admisibilidad de la *break through rule* atendiendo a su mayor o menos eficiencia con respecto a algunos Estados y empresas dado que su invulnerabilidad permanecería a pesar aquella regla: v. COATES, J.C., "Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?", ECGI Law Working Paper nº 11 (2003), pp. 8-12. Creo que es un análisis que desenfoca la cuestión fundamental que es, como se ha indicado, la de que no pueden admitirse reglas diversas en los mercados europeos en esta cuestión.

²² Cuestión que trata ampliamente GARCIMARTÍN ALFEREZ, F.J., "La europeización del Derecho privado y el Derecho de OPAs español", *Revista Española de Derecho Europeo* 11 (2004), pp. 345 y ss..

todas las sociedades cotizadas europeas, para sus accionistas y para los inversores²³. Aquellos tienen que poder beneficiarse en términos sustancialmente idénticos de la posibilidad y de los efectos de cambios de control en las sociedades en las que participan. Los últimos han de poder encaminar su propósito de inversión en participaciones significativas hacia cualquier sociedad europea. Todas estas consideraciones conducen al objetivo de la igualdad de oportunidades para la realización de ofertas públicas (*level playing field*) en el seno de la Unión Europea. Éste era el propósito esencial de la Directiva de OPAs.

Resultará muy perjudicial para la credibilidad de los mercados europeos y para su integración la coexistencia de legislaciones antagónicas en materia de OPAs. La experiencia hasta ahora acumulada no invita al optimismo: es significativo que la Directiva reclame claridad y transparencia en materia de OPAs y que rechace “*que los planes de reestructuración de sociedades en la Comunidad se vean falseados por diferencias arbitrarias en las culturas de administración y gestión*” [Considerando (3)]. Asistiremos a un evidente falseamiento del mercado europeo y de los objetivos señalados si se autoriza a unos Estados miembros a mantener medidas defensivas para las sociedades admitidas en sus mercados que obstaculizan sería o totalmente cualquier OPA sobre las mismas, mientras que, al propio tiempo, esas mismas sociedades o sus accionistas de referencia aprovechan la abolición de esas medidas en otras legislaciones para intentar adquirir el control sobre aquellas sociedades sometidas a esa regulación. De ahí el sentido y la oportunidad del principio de neutralización en la Directiva, como una genuina aportación comunitaria en favor de la igualdad de mercados, sociedades y accionistas. Probablemente porque el legislador europeo era consciente de que no podía intervenir sobre las muy heterogéneas disposiciones nacionales que hacen posible en cada uno de los Estados la utilización y establecimiento de medidas defensivas, es por lo que la aproximación se produce en cuanto a su aplicabilidad o eficacia ante una OPA.

²³ V. GOERGEN, M., "Corporate Governance Convergence: Evidence from Takeover Regulation", ECGI, Law Working Paper nº 33 (2005), p. 2.

Sin embargo, la relevancia de ese objetivo y de la solución adoptada se ven contrariadas con la conversión por la propia Directiva de la vigencia de ese principio en una facultad de los Estados. En buena medida puede parecer absurdo que una medida encaminada a superar las diferencias entre las legislaciones nacionales, acabe permitiendo a sus destinatarios mantener esas diferencias. Probablemente haya que situar la responsabilidad por ese decepcionante resultado final en la conducta de determinados Estados europeos²⁴, que prestaron su conformidad a una fórmula que difícilmente puede afirmarse siquiera que lleve a cabo una armonización mínima, toda vez que, al final, cada Estado queda en libertad de adoptar la solución que tenga por conveniente. Ha saltado por los aires en materia de vigencia o neutralización de medidas defensivas la justificación de la Directiva: no va a existir una igualdad de oportunidades, puesto que en materia de OPAs se reconoce la validez de las barreras normativas que, reconociendo la vigencia a las barreras estatutarias o contractuales, provocarán que las reglas aplicables a sociedades, accionistas e inversores, van a variar de uno a otro Estado.

Frente a la anterior crítica que expresa una total decepción en cuanto al resultado alcanzado, podrá esgrimirse con cierto fundamento que, al fin y al cabo, en materia de OPAs sí se ha producido un primer paso armonizador. La falta de una solución común en algunos e importantes aspectos de la Directiva, se ha visto sin embargo acompañada por la solución alcanzada en otros. Los trabajos de elaboración de la Directiva –que no debe olvidarse que partían de un histórico descalabro de la Propuesta precedente- hicieron evidente que ésta encallaba en la imposibilidad de un acuerdo político con el inicial y rotundo enfoque de la neutralización de las medidas defensivas previas a la OPA o derivadas de la norma. La alternativa consistía en certificar un segundo fracaso, o en buscar una solución parcial al capítulo de las medidas defensivas o anti-OPA. Esta última fue

²⁴ v. SCHAUB, A. "El Plan de Acción de los Servicios Financieros y regulación futura en el ámbito financiero", en AA.VV., *Estudios sobre la reforma de los mercados financieros europeos*, Papeles de la Fundación 5, t. I (2004), p. 185.

la solución elegida y su traducción hizo nacer el régimen "opcional"²⁵ del que más adelante nos ocupamos²⁶. Sólo el tiempo permitirá afirmar si se acertó, puesto que a pesar de esa laguna armonizadora, la Directiva ha dado lugar a una sustancial aproximación de las normas y de la práctica de las OPAs en los Estados miembros o si, por el contrario, la debilidad de la armonización se ve acompañada por una disparidad legislativa, precisamente, en aquellos aspectos más incompatibles con la propia pretensión del mercado interior.

3. Control corporativo e intereses nacionales.

El seguimiento de la realidad económica en España y en algunos otros Estados europeos hace visible el motivo principal del fracaso del proceso de armonización de OPAs. Los Estados europeos, en mayor o menor medida, no están dispuestos a renunciar a mantener el control sobre lo que consideran *sus* grandes empresas. En esa actitud se advierten paradojas de calado, por no decir que planteamientos inasumibles desde un punto de vista de mera lógica, como son los de algunos Estados que apoyan de manera explícita la expansión de sus empresas en otros mercados europeos, pero reaccionan de manera tan grandilocuente como contradictoria al impedir la situación opuesta. Así, por ejemplo, en relación con uno de los grandes grupos españoles, en el plazo de pocos meses a lo largo del año 2005 hemos tenido ocasión de asistir a la defensa de la conveniencia de la "españolidad" de sus accionistas, al tiempo que ese mismo grupo tenía que vencer las resistencias de las autoridades de otro Estado europeo para hacerse con el control de una entidad de crédito por medio de una OPA²⁷. Las muchas informaciones provocadas por éste u otros casos similares están plagadas de referencias a una actitud *proteccionista* o en la que priman los *intereses*

²⁵ v. DTI, *Company Law Implementation, cit.*, p.p. 25 y 26.

²⁶ V. *infra* V.

²⁷ Durante el año 2005, una empresa constructora planteó adquirir una participación significativa del BBVA. Los partidarios de esa operación alegaban en su favor que era una forma de garantizar un núcleo español de accionistas de esa entidad de crédito. La operación no tuvo éxito. Poco tiempo después, el intento del BBVA por hacerse con el control de la Banca Nazionale del Lavoro topó con la abierta hostilidad del Gobernador del Banco de Italia.

nacionales por parte de los Estados y gobiernos afectados.

La renovación de los argumentos en uno y otro sentido ha crecido de manera difícilmente predecible durante los últimos meses de 2005 y los primeros de 2006 con ocasión de la presentación de nuevas OPAs²⁸ o ante el rumor de que se preparaban otras²⁹. El debate ha provocado alegaciones en pro de una intervención pública sobre operaciones corporativas que creíamos superadas (quizás porque hasta ahora no se había llegado a tan abiertas situaciones de conflicto económico entre empresas y Estados) y discrepancias en el seno de la Unión Europea, que precisan de una adecuada solución si se quiere evitar que acaben cuestionando los principios jurídico-económicos sobre los que dice asentarse.

En aquel debate, uno de los recursos más manidos es el de apelar a intereses estratégicos en determinados mercados, así como a los efectos que esas operaciones pudieran tener sobre la competencia³⁰. Tal sucede en estos meses recientes con los movimientos registrados en el sector energético. Parece obligado incidir en la debilidad y limitación de ese argumento. Primero, porque lejos de favorecer a las empresas que se dice querer proteger, se acaba convirtiendo en un arma arrojada contra las mismas. Dicho de manera sencilla, si el interés general legitima vetar que una empresa foránea compre otra

²⁸ Las varias en curso sobre Endesa formuladas por Gas Natural y E.On o la OPA de Mittal Group sobre Arcelor.

²⁹ El supuesto más llamativo es la reacción francesa ante el temor de que empresas francesas en sectores varios –alimentario o energético– pudieran ser objeto de OPAs formuladas por sociedades europeas o americanas. Reacción que en el orden normativo se ha articulado a través del artículo 12 de la Ley nº 2006-387 de 31 de marzo de 2006 y los artículos 233-32 del Código de comercio francés, y que permite adoptar medidas innovadoras a favor de las sociedades cuyas acciones resulten objeto de una OPA, en particular, los llamados *bonos de suscripción de acciones (BSA)*. Los BSA, que curiosamente fueron rechazados por la Autoridad de los Mercados Financieros (AMF) con ocasión de la OPA de Sanofi-Synthélabo sobre Aventis, otorgan a los accionistas el derecho a adquirir acciones a un precio preferencial, de manera que se produce una disolución destacada en la sociedad que obliga al oferente a retirarse o renegociar su precio de oferta.

³⁰ Al respecto, v. la exposición de MESTMÄCKER, E.J., “Antitrust, State Aid, and the Government of Public Undertakings”, en AA.VV., *Corporate Governance in Context.*, cit., p. 447 y ss.

española, ¿acaso no tendremos que aceptar que se prohíba a ésta comprar otras o, peor aún, que se la obligue a desprenderse de otras participadas, porque el Estado en cuestión nos "devuelva" el mismo argumento? Pero la endeblez y el riesgo de ese argumento "estratégico" se incrementa por lo que conlleva de ignorancia acerca del descrédito que comporta para mercados no menos estratégicos como son los de valores.

Cuando se defiende un poder de intervención sobre operaciones societarias, se está generando una severa incertidumbre sobre la credibilidad de los mercados bursátiles y la confianza de los accionistas presentes y futuros. Lo primero, porque debemos preguntarnos ¿cómo considerar que los mercados de valores son, como generalmente se afirma, mercados de control societario si sobre las operaciones producidas en su seno pende una facultad de intervención administrativa, que se autoriza a partir de criterios de una cuasi-absoluta discrecionalidad?³¹ Lo segundo, porque el mensaje que reciben los accionistas cuestiona que sean ellos quienes deben, en última instancia, decidir sobre el futuro control de su sociedad, al tiempo que atisban que la posibilidad de percibir una prima de control más o menos atractiva dependerá de una decisión administrativa. El riesgo derivado de esa incertidumbre es considerable, en particular porque puede terminar canalizando inversiones hacia otros mercados y sociedades exentos de esa suerte de medidas de inversión.

La poco satisfactoria armonización de la legislación sobre OPAs alcanzada por medio de la Directiva ha expuesto con toda su crudeza el problema de política

³¹ Una vez más, las OPAs en curso sobre Endesa y los acontecimientos derivados de las mismas ofrecen elementos de necesaria consideración. En este caso, la referencia al Real Decreto Ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de la Energía, que entre otros preceptos incluye el que somete a la autorización previa de dicha Comisión una OPA antes de que ésta sea autorizada por la CNMV (v. apartado 3 del artículo único). Contenido que ha merecido de manera automática una reacción por parte de la Comisión europea, la cual decidió abrir procedimiento de infracción conforme al artículo 226 del Tratado de la Comunidad Europea con fecha de 3 de mayo de 2006, incluyo antes de que la modificación fuera aprobada por el Congreso. Han sido igualmente numerosas las críticas a esta medida por cuanto da lugar a una iniciativa legislativa calificada como "aberrante y arbitraria": v. FERNÁNDEZ, T.R., "Sin que en ningún caso pueda producirse indefensión" (I y II), en *Expansión*, 15 y 16 de marzo de 2006, pp. 62 y 78, respectivamente.

económica y legislativa que permanece insoluble y que es la aceptación, en términos paritarios por todos los Estados, de la cesión del control sobre las empresas que cotizan en sus mercados. Se plantea la sumisión de esos mismos Estados a lo que, en materia de control corporativo, resulta de la propia evolución de esos mercados. El problema se ve agravado, además, por la realización progresiva de OPAs que dificultan lo que cabe llamar el "*discurso defensivo*" por parte de aquellos Estados cuyas empresas se han beneficiado de la libertad de adquirir sociedades que cotizan en los mercados de otros.

Dentro de la Unión Europea existe el temor a facilitar las operaciones que permitan un cambio de control sobre sus grandes corporaciones por entender que conllevan riesgos para las respectivas economías nacionales. Riesgos especialmente perceptibles a corto plazo, cuando una operación de concentración puede suponer que la gestión y los centros de dirección de esas empresas se alejan hacia otras jurisdicciones, desde las que tomar decisiones con repercusión inmediata sobre el empleo, el mantenimiento de centros de producción o medidas similares, cada día más frecuentes al hilo de la llamada *deslocalización* y situaciones vinculadas con la globalización económica.

Las OPAs afectan a la riqueza nacional, recordarán algunos, con lo que las medidas defensivas también tienen una proyección metacorporativa o, si se quiere, pública, fundada en la consideración del interés general (cfr. art. 128.1 CE). Eso explica que los legisladores europeos mantengan en sus regulaciones societarias una amplia batería de medidas posibles que, puestas a disposición de sus sociedades, van a servir también para la defensa de los respectivos intereses generales. Habrá quien considere que esa situación es incompatible con una auténtica integración de los mercados de valores europeos. Sin duda lo es, pero no es la única, cabe responder. El mantenimiento de las defensas estatutarias o contractuales es tan incompatible con ese objetivo como la adopción de las llamadas *acciones de oro*³², la existencia de normas que legitiman de forma

³² Se ha dicho que una de las carencias de la Directiva ha sido no haber abordado las *acciones de oro*, aún reconociendo que ello habría gravado la dificultad de aprobar aquella: v. BENEYTO, J.M./PUENTE, J., *Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria*

ilimitada potestades administrativas de veto de esas operaciones³³ o con la competencia de determinados Estados, sea directa o indirectamente, en determinadas actividades y sectores económicos. La legislación de OPAs tiene un alcance determinado que conviene no exagerar, ni contemplar de manera aislada.

Cuestión distinta es que lo que se autorice sea una situación de absoluta disparidad en la regulación de un mismo hecho. La acción legislativa propia de toda Directiva es la armonización o coordinación de las legislaciones respectivas. En el caso de las OPAs, 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. Se ratifica la competencia de los Estados para

en el marco de la creación de un espacio financiero integrado, Documento de Trabajo del Instituto de Estudios Europeos nº 2 (2005), p. 35. Sin embargo, ese reproche no lo compartimos: las acciones de oro son un problema ajeno a la regulación de las OPAs. Es cierto que esa diferenciación puede entenderse cuestionada por el art. 11.7 de la Directiva, que se refiere, junto a otros supuestos, "a los derechos especiales que sean compatibles con el Tratado" (v. *infra* IV.2.1). Mas no lo es. Precisamente, lo que se viene es a alejar ese supuesto del ámbito objetivo de la Directiva, además de que, como es notorio, la introducción y vigencia de las acciones de oro excede no sólo la regulación de OPAs, sino la de los mercados de valores y encuentra su fundamento último en la adopción de medidas (cuestionables desde distintos puntos de vista) de intervención administrativa motivada por la defensa del interés general.

³³ No en vano se denuncia con acierto la contradicción que supone proponer la derogación de los preceptos de la Ley 5/1995, de 23 de marzo, de régimen jurídico de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas, relativos a la denominada "acción de oro" para recuperar los mismos mecanismos de control administrativo de operaciones empresariales a través del Real Decreto Ley 4/2006. Recordemos que el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas tuvo ocasión de pronunciarse sobre la incompatibilidad con el Derecho comunitario de la normativa señalada, dado que se trataba de un régimen injustificado de autorización previa para la transmisión de participaciones societarias y que, por ello, suponía un obstáculo a la libre circulación de capitales en la Comunidad Europea (art. 58 TCE). V. la jurisprudencia relativa a las "acciones de oro" en los asuntos C-367/98, Comisión c. Portugal; C-483/99, Comisión c. Francia; C-503/99, Comisión c. Bélgica; y C-98/01, Comisión c. Reino Unido. En particular, en la sentencia de 13 de mayo de 2003, en el asunto C-463/00, Comisión c. España, el Tribunal de Justicia dispuso que "*si bien los Estados miembros pueden, en virtud de excepciones previstas por el Tratado, imponer restricciones a la libre circulación de capitales y a la libertad de establecimiento en circunstancias relacionadas con el ejercicio de la autoridad pública, el orden público, la seguridad pública y la salud pública, dichas restricciones deben interpretarse en sentido estricto*". V. FERNÁNDEZ, T.R., "Sin que en ningún caso pueda producirse indefensión" (I y II), *cit.*, pp. 62 y 78, respectivamente.

resolver la cuestión de la neutralización, con lo que se abre la puerta a que el proteccionismo y las consideraciones locales den lugar a mercados desiguales, por mucho que algunos pretendan defender los efectos benéficos de la competencia entre legislaciones también en este punto³⁴. El riesgo de que las sociedades de un Estado sean objeto de una OPA se ve compensado por la posibilidad de que esas mismas empresas sean las que las presenten. Compensación que presupone una reciprocidad de oportunidades³⁵. Las empresas no pueden oponer las medidas defensivas que a ellas tampoco pueden serles contrapuestas.

III. OPAS, MEDIDAS DEFENSIVAS Y TUTELA DE LOS ACCIONISTAS

1. Los mercados de valores como mercados de control societario.

La importancia de la neutralización de las que hemos denominado medidas defensivas parte de la apuntada concepción de los mercados regulados en los que se negocian los valores representativos del capital que incorporan derechos de voto (en esencia, las distintas clases de acciones) como mercados de control societario. La condición abierta que se atribuye a toda sociedad cotizada pasa por hacer posible, por medio de la adquisición de participaciones significativas o

³⁴ v. HERTIG, G./MCCAHERY, J.A., ECGI Law Working Paper nº 12 (2003), p. 34. En cualquier caso no es la primera vez que se hace uso de cláusulas de flexibilización del contenido de las obligaciones derivadas de una disposición comunitaria, como pudiera ser el principio de reciprocidad. Esta técnica legislativa entra en gran medida en la lógica de la que se ha denominado "Europa a la carta", institucionalizada a partir del Tratado de Ámsterdam, y que considera los efectos positivos de convergencia de los Estados más confiados en la integración y los más escépticos. Esta concepción es fruto también de una visión mayormente intergubernamentalista de integración en Europa. Con independencia de ello, al adoptar la Directiva el criterio de reciprocidad, pierde su fundamental carácter armonizador en un área tan destacada para la consolidación del mercado de capitales. Por otro lado, no deja de ser curioso que se haga uso aquí de un principio como el de reciprocidad, tradicionalmente rechazado en la Jurisprudencia del Tribunal de Justicia dentro de la construcción del sistema constitucional comunitario. Véase a este respecto las sentencias C-38/89, Ministerio Público v. Guy Blanguernon; C-146/89, Comisión c. Reino Unido; C-331/94, Comisión c. Grecia; C-101/94, Comisión c. Italia; C-163/99, Portugal c. Comisión

³⁵ Sobre la reciprocidad, v. GARCIMARTÍN ALFEREZ, F.J., Revista Española de Derecho Europeo 11 (2004), p. 355. Se muestra crítico con la validez de la noción de reciprocidad BECHT, M., "Reciprocity in Takeovers", ECGI Law Working Paper nº 14 (2003), pp. 13-14, formula varias dudas sobre la efectividad de la regla de reciprocidad, GATTI, M., "Optionality arrangements and reciprocity in the Takeover Directive", *European Takeovers. The Art of Acquisition*, p. 110.

mayoritarias, la adquisición del control. De esta forma, los administradores de cualquier sociedad cotizada se ven sometidos al permanente escrutinio de los índices de cotización o negociación. Allí donde éstos no estén reflejando el auténtico valor de la sociedad, la amenaza para los administradores afectados es doble. La primera lo constituye el reproche de sus accionistas, especialmente de aquéllos más significativos, que puede llevar a la sustitución de esos administradores. Cambio de gestión que no implica necesariamente un cambio de control.

Este cambio se convierte en una segunda amenaza cierta allí donde quepa esperar que exista algún inversor cualificado que, consciente de ese alejamiento entre el valor real de la sociedad y su valor de mercado, esté dispuesto a sustituir a los titulares del control por medio de una OPA que así se convierte en un instrumento que contribuye al buen gobierno³⁶. Sustitución que cuando se ve precedida de un acuerdo con los accionistas salientes se presenta como una operación amistosa. Por el contrario, allí donde lo que se proponga nuestro inversor sea la adquisición del control acudiendo a otros accionistas, la operación será calificada como hostil. Diferenciación que tiene un valor relativo, puesto que lejos de atender al interés social o al de la mayoría de los accionistas, se fundamenta en la valoración subjetiva que la oferta merece para los accionistas mayoritarios y, sobre todo, para los gestores que éstos respaldan. Valoración que a veces incurre en una contradicción clamorosa, como cuando los administradores de la sociedad objeto de la OPA informan sobre la contraprestación ofrecida que “*no reconoce el valor real de la empresa*”³⁷, a lo

³⁶ En la doctrina española, para un planteamiento general de la cuestión, v. GARCÍA DE ENTERRÍA J., “El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinar de las OPAs”, RDBB 47 (1992), en especial p. 667 y ss.; una evaluación de la efectividad de las OPAs como instrumento de control realiza FERNÁNDEZ-ARMESTO, J., “Las OPAs y el mercado de control empresarial: un balance de diez años de experiencia”, RDM 227 (1998), p. 37 y ss.. Una recapitulación reciente en similar sentido, lleva a cabo TAPIA SÁNCHEZ, M^a R., “El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario”, RDBB 99 (2005), p. 59 y ss.. Entre la ingente literatura internacional al respecto, v. las contribuciones recientes de GOERGEN, M., ECGI, Law Working Paper 33 (2005), p. 6 y ss. y GRANT, “Inside the takeover regulation and tactics”, *European Takeovers. The Art of Aquisition*, p. 3.

³⁷ v. más ampliamente SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “El interés social y los varios intereses presentes en la sociedad anónima cotizada”, RDM 246 (2002), pp. 1714-1716.

que habría que apostillar que tampoco venía haciéndolo el mercado y preguntar qué grado de responsabilidad tienen esos gestores en la situación.

Mas dejando para un posterior momento la referencia a esos conflictos de intereses entre accionistas y administradores, lo que interesa dejar señalado es esa aptitud teórica de los mercados de valores para servir al cambio de titularidad del control societario³⁸. La eficiencia de los mercados en ese sentido será inversamente proporcional a la posibilidad de hacer depender el cambio de control de otras circunstancias diversas de la evolución de la negociación bursátil de las acciones. En numerosas ocasiones, es el propio ordenamiento el que se encarga de introducir obstáculos a la posibilidad de un cambio de control. Así sucede con las legislaciones sectoriales que muestran especial preocupación con la idoneidad de los accionistas significativos³⁹, que para evitar concentraciones de poder excesivas, imponen participaciones individuales máximas, o que encomiendan a las autoridades supervisoras competentes (los *reguladores* en una terminología cada vez más extendida y menos precisa) la facultad de vetar determinadas operaciones cuando las consideren perjudiciales para el buen funcionamiento del mercado. Otro tanto procede recordar a partir de la prevención que el Derecho *antitrust* manifiesta siempre ante cambios de control

³⁸ Y hablamos de una aptitud teórica, pues parece poco dudoso que la teoría de los mercados de valores como mercados de control sólo se ve confirmada en mercados perfectos: v. LEE, J., "Four Models of Minority Shareholder Protection in Takeovers", *European Business Law Review* 4 (2005), pp. 815-816 y doctrina allí recogida. También, GRUNDMANN, S., "The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives and Policy Considerations", en AA.VV., *Corporate Governance in Context, cit.*, en especial, p. 433 y ss.

³⁹ El paradigma de esta solución es la legislación bancaria y el régimen que en la renovada Ley 26/1988, de Disciplina e Intervención de Entidades de Crédito, dedican sus artículos 56 a 62 (y los complementarios artículos 18 a 20 del Real Decreto 1425/1995, de 14 de julio), a las participaciones significativas: v. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Participaciones significativas en el capital de entidades de crédito", RDBB 58 (1995), p. 249 y ss. y RDBB 59 (1995), p. 685 y ss.. Encontramos similares normas sectoriales en relación con el mercado eléctrico (Disposición adicional 27ª de la Ley 55/1999, de 29 de diciembre, de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social, modificada por Ley 62/2003, de 30 de diciembre y el Real Decreto Ley 4/2006, de 24 de febrero, que modifica las funciones de la Comisión Nacional de la Energía). En cuanto a las sociedades concesionarias de televisión, v. art. 19 de la Ley 10/1988, de 3 de mayo de Televisión Privada, modificada por la Ley 62/2003, de 30 de diciembre de Medidas Fiscales, Administrativas y del Orden Social.

que implican concentraciones empresariales⁴⁰.

2. Las medidas defensivas y los intereses de los accionistas mayoritarios y de los administradores.

Conforme al planteamiento que atribuye a los mercados de valores una función esencial como mercados de control societario, la posibilidad de que se produzca un cambio debe comportar un beneficio para todos los accionistas, dado que quien pretenda lograrlo tendrá que formular una oferta que implique una contraprestación para sus destinatarios que supere el valor de cotización. Es cierto que, en determinados mercados, las OPAs se concentran con frecuencia sobre aquellas sociedades que han tenido una evolución negativa en su negociación. Pero frente a ese dato histórico, la OPA conlleva siempre un dato presente incontestable: propone una ganancia inmediata para todos los accionistas con respecto al valor de mercado. Quienes consideren que el precio es bajo o que, en expresión que se ha generalizado en determinados informes, “*no se corresponde con el valor real de la compañía*”, siempre podrán actuar de manera coherente por medio de la presentación de una OPA competidora o contemplar cómo este tipo de ofertas son iniciadas por terceros que comparten aquel juicio sobre el valor real de la sociedad. Cualquier solución no tendrá otro efecto, sino el de favorecer inmediatamente los derechos económicos de los accionistas.

A pesar de ello, la OPA presente o futura puede ser vista por determinados accionistas como un previsible perjuicio para sus intereses. Se trata, como es obvio, de los accionistas de control y de los administradores vinculados con ellos. Quienes se benefician de esa situación, en la mayoría de las ocasiones no parten de una posición mayoritaria en el capital social. La fragmentación del mismo ha fomentado que sean los accionistas mayoritarios de entre los minoritarios o los que dentro de esta última categoría se han unido, los que, a través de su

⁴⁰ Como evidencia que dentro del R.D. 1197/1991 se insertaran preceptos sobre operaciones de concentración vinculadas con una OPA: v. los arts. 37 y 38.

organización y concertación y sobre todo, haciendo uso de los recursos que el ordenamiento societario les confiere, dominen la sociedad ante la complaciente pasividad de la mayoría de los accionistas. Dominio que comporta beneficios de distinta naturaleza y que, en síntesis, podemos indicar que pasan por el sometimiento de la actividad social a las directrices de sus accionistas mayoritarios (sobre todo si se da una situación de dependencia societaria) y, en segundo lugar, por las ventajas retributivas que esa situación conlleva para los administradores. Accionistas de control y administradores que comparten el interés por defender ese *statu quo*. Por eso el estudio de las OPAs conduce de forma ineludible al de las medidas destinadas a impedir su formulación, con independencia de que muchas de esas medidas ni forman parte de la regulación especial de esas normas, ni su concepción inicial estaba propiamente orientada a esa función impeditiva.

El mayor o menor recurso a ese tipo de medidas -que son un catálogo abierto- depende casi siempre de los intereses particulares de los accionistas de control y de los administradores (v. art. 127 bis LSA y la precisión del deber de lealtad, y el art. 114 LMV). Intereses concretos que resultan especialmente evidentes cuando se materializan en soluciones contractuales, como pueden ser los pactos parasociales. La regulación de los mismos en la Ley del Mercado de Valores expresa una orientación sustancialmente acertada: se admite la validez de esos pactos referidos al ejercicio de los derechos de voto y a la transmisibilidad de acciones, pero se impone un deber especial de publicidad a quienes los firman [v. art. 112 LMV y art. 10.1 g) de la propia Directiva]. Transparencia que permitirá a todos los partícipes en el mercado conocer la naturaleza de la vinculación existente entre los accionistas firmantes.

Son también medidas contractuales las que vinculan a determinados accionistas y, con mayor frecuencia, a los administradores con la sociedad. Se atisba en este punto una solución similar a la que acabamos de exponer: es cuestión de tiempo que se acabe imponiendo un deber de publicidad sobre este tipo de acuerdos

que facilite su conocimiento por el mercado⁴¹, cuya valoración de toda OPA y de la reacción que merece por parte de los administradores de la sociedad afectada reclama conocer lo que estos perderán en el caso de perder su posición (es decir, conocer la retribución individual y por todos los conceptos) y lo que el éxito de la OPA podrá implicar para la sociedad (esto es, el pago a los administradores salientes de unos blindajes, indemnizaciones o *break-up fees*). De ahí que la propia Directiva 2004/25 indique que esas indemnizaciones figuren entre la información detallada que toda sociedad cotizada deberá publicar [v. su art. 10.1, k)].

También son públicas las medidas defensivas que se asientan en los estatutos sociales. Se trata en todos los casos de medidas previstas en la legislación societaria, que se refieren a los accionistas o a los administradores. Previsiones que la Ley de Sociedades Anónimas ha mantenido (puesto que la mayoría ya figuraban en la LSA de 1951) y que se introdujeron con vistas a todo tipo de sociedades. En algunos casos, la utilización que de esas medidas se ha hecho en las sociedades cotizadas no sólo no es la que motivó su adopción, sino que resulta abiertamente contradictoria.

A pesar de la mala fama que precede a las medidas defensivas en los estudios en materia de OPAs, lo que no debe olvidarse es que su aceptación por parte del ordenamiento ha estado fundada en la existencia de intereses legítimos susceptibles de verse favorecidos por tales medidas. Una medida puede ser denostada por considerar que contribuye al *blindaje* de la sociedad, al mismo tiempo que desde un punto de vista contrario resultará elogiada por contribuir a la *estabilidad* de esa misma sociedad. Las medidas son, en principio, materialmente legítimas. Sólo así se entiende que la legislación las admita, si

⁴¹ Me remito a los efectos que ha de tener la incorporación en los Estados miembros que aún no lo han hecho, de los criterios que en materia de retribución de administradores ha fijado la Recomendación de la Comisión de 14 de diciembre de 2004 (DOUE L 385 de 29 de diciembre de 2004, p. 55 y ss.).

bien sometiéndolas al principio general de la transparencia⁴². El rechazo de esas medidas va a depender en numerosos supuestos de argumentos de oportunidad. Un ejemplo de ello lo ofrece la propia legislación de OPAs, cuando se muestra contraria a permitir que, una vez que se ha presentado una OPA, se plantee la introducción de medidas de esa naturaleza sin que así lo decidan los accionistas (v. art. 9.2).

Desde una perspectiva jurídico-económica, no han faltado posiciones que han abogado por la validez de las medidas obstativas de una OPA invocando, precisamente, la mejor defensa de los accionistas. La hipótesis de partida era que una sociedad adecuadamente “fortalecida” iba a dar mayores ganancias para sus accionistas al empujar a terceros a una adquisición negociada o amistosa, a la vista de la cuestionable prosperabilidad de una OPA hostil. Estudios recientes, desde esa misma perspectiva, ponen en cuestión con fundamento y con respecto al mercado americano la verosimilitud de aquella hipótesis⁴³.

3. La protección de los accionistas minoritarios ante el cambio de control.

Toda la disciplina de las OPAs apunta a una clara finalidad de tutela de los accionistas. En concreto, lo que se quiere es que ante un supuesto de cambio de control, el principio de paridad de trato cobre vigencia y permita a todos los accionistas participar de forma igual y proporcional a su participación en la ganancia que acarrea la aceptación de la OPA. Es obvio que de no imponerse la OPA, aquel cambio quedaría limitado al acuerdo entre el titular del control saliente y aquél que lo adquiere, con lo que el primero sería el gran beneficiario de esa transacción y los demás accionistas, meros observadores de la misma. Por eso, el régimen de la OPA tiene como esencia la obligación de formular una

⁴² Principio que recibe un notable impulso en la Directiva, cuyo Considerando (18) señala: “...es importante que las estructuras y mecanismos de defensa previstos por dichas sociedades (cotizadas) sean transparentes y que dichas estructuras y mecanismos se presenten periódicamente en un informe dirigido a la junta general de accionistas”.

⁴³ v. el cuidadoso estudio de SUBRAMANIAN, G. “Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses”, Yale L.J., vol. 13 (2003) y sus conclusiones en pp. 684-685.

oferta siempre que se asista a un cambio de control. Dentro de la Directiva, la función tuitiva de esa exigencia queda expresada de manera rotunda: “...los Estados miembros velarán por que dicha persona (adquirente del control) esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad”(art. 5.1)⁴⁴. La oferta deberá dirigirse a “todos los titulares de valores y por la totalidad de sus valores”, a un precio equitativo⁴⁵. Se trata de una orientación que se ha descrito como un proceso de “democratización” de las sociedades cotizadas⁴⁶.

Pero el efecto expuesto es el que se da allí donde se va a producir un cambio de control. La finalidad de proteger a los accionistas también admite una formulación general. Dado que las OPAs permiten participar a los accionistas en las plusvalías derivadas de una situación extraordinaria, cuantas más OPAs se presenten en el seno de un mercado determinado, mayores serán los beneficios para los accionistas en general. Planteamiento sencillo, difícilmente rechazable a primera vista, y que enlaza con esas alegaciones a favor de la *marketability* o *contestability* de tal o cual mercado. ¡Favorezcamos las OPAs eliminando todo obstáculo a su presentación: los accionistas minoritarios lo agradecerán!

Se trata de una orientación que encuentra su expresión en varios artículos de la Directiva, que presentan una evidente y común intención que ha justificado que luego reciban también un tratamiento coincidente a la hora, precisamente, de desactivar sus efectos. Junto al artículo 11 objeto de atención a lo largo de estas páginas, el artículo 9 de la Directiva plasma el régimen de obligaciones de los administradores de la sociedad afectada, que acoge la igualmente conocida

⁴⁴ v. también el Considerando (2) de la Directiva. La efectividad de las OPAs como método de tutela de los accionistas minoritarios no es cuestión pacífica: v., el estudio de LEE, J., *European Business Law Review* 4 (2005), pp. 818 y ss., para quien solo el *private actions model*, es decir, el que ofrece acciones adecuadas a los minoritarios para no ser objeto de un tratamiento desleal.

⁴⁵ Se trata de un cambio relevante desde la perspectiva del ordenamiento español, que ha venido tolerando las llamadas “OPAs parciales”, es decir, aquellas que sólo deban realizarse sobre un porcentaje mínimo reglamentariamente establecido (cfr. art. 1.3 a 5 R.D. 1197/1991).

⁴⁶ TAPIA SÁNCHEZ, M^a R., RDBB 99 (2005), pp. 72-77.

*passivity rule*⁴⁷. Ambos preceptos apuntan a un propósito del legislador comunitario favorable a eliminar los obstáculos a la presentación de OPAs.

Sin embargo, esa formulación admite algún reparo si se piensa que las OPAs no son simples mecanismos bursátiles, sino una vía abierta para la adquisición del control societario, el cual, a su vez, tampoco es un fin en sí mismo. Objetivos como los de la estabilidad y la continuidad de las empresas afectadas por la OPA siempre están presentes. Como también entran en juego a la hora de permitir que una OPA prospere otro tipo de intereses que exceden del ámbito societario y que tienen su fundamento en criterios de política económica.

Esa razón explica que una de las cuestiones más debatidas en el régimen de las OPAs haya sido y continúe siendo la determinación de las competencias entre los administradores y los accionistas. Debate que debe desembocar en reconocer a unos u otros el poder de decisión, relevante en el tema que nos ocupa y expresado en los preceptos de la Directiva antes citados, pero que tiene un alcance mucho mayor⁴⁸.

⁴⁷ FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA / SÁNCHEZ ÁLVAREZ, "Limitación de la actuación del órgano de administración de sociedad afectada por el lanzamiento de una oferta pública de adquisición", RdS 18 (2002), p. 231 y ya con respecto a su formulación dentro de la Directiva y con referencia a su vigencia en distintos ordenamientos, v. FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., Alcance y significado de la *passivity rule* tras la aprobación de la Directiva 2004/251 CE", RdS 25 (2005), en especial, p. 313. y ss.

⁴⁸ En la doctrina norteamericana, la discusión desde el régimen de las OPAs, ha derivado hasta cuestiones fundamentales tales como el interés social, la primacía de los intereses de los accionistas, el ámbito de libertad de los administradores, el "constitucionalismo corporativo" o, en fin, la disparidad entre la *Finance* y la *Institutional View* defendidas ambas intensamente en estos últimos años: para una muy interesante recuperación del debate, a partir de la publicación del conocido artículo de LIPTON, M., "Takeover Bids in the Target's Boardroom", en *The Business Lawyer* en 1979. La misma Revista recogía el Seminario que celebró los veinticinco años de la misma: "Symposium on Takeover Bids in the Boardroom", *The Business Lawyer*, vol. 60-nº 4 (2005), pp. 1369-1455. El homenajeado reitera su posición a favor de la competencia de los administradores y su preocupación ante las medidas adoptadas en estos últimos años por las crisis conocidas: v. LIPTON, *loc. cit.*, p. 1370. Una opinión opuesta viene manteniendo BEBCHUCK, L., "The Case for Increasing Shareholder Power", *Harvard LR*, vol. 118 (2005), pp. 836-843, donde realiza una síntesis de su posición.

4. La compatibilidad entre la finalidad de la OPA y la validez de las medidas defensivas que disuaden de su formulación.

Llegamos así al problema principal que afecta a la formulación de OPAs en cualquier mercado y que motiva el planteamiento del principio de neutralización. El problema es el de la convivencia entre ordenamientos que, desde puntos de partida distintos, se proyectan sobre un mismo hecho. La regulación bursátil, inspirada por la voluntad de tutelar a los accionistas minoritarios, evoluciona constantemente en materia de OPAs. Para ello se amplían los supuestos que obligan a formular una OPA y se hace lo propio con el alcance de la OPA⁴⁹. Los supervisores otean los mercados y plantean con frecuencia a las sociedades en cuyo seno se producen operaciones de cesión de participaciones la necesidad o la conveniencia de que se formule una OPA. Existe, en fin, una orientación general a favor del fomento de las OPAs como circunstancia que favorece la eficiencia de los mercados.

Frente a ello, las OPAs que se pretenden formular se encuentran con la dura realidad de una serie de medidas cuya vigencia hace ilusorio el intento de provocar un cambio de control. Medidas defensivas que, por aplicación del principio de transparencia, en notable medida serán conocidas por todo oferente interesado. Sea porque hay paquetes mayoritarios que no pueden ser transferidos, porque aunque se alcance una participación mayoritaria las limitaciones a los derechos de voto van a dejar al oferente en una posición minoritaria frente a otros accionistas concertados que, por esa vía, ostentan el control de los órganos sociales, o porque determinadas acciones conceden derechos privilegiados a sus titulares, quien estudie la formulación de una OPA se verá disuadido de llevarla adelante como consecuencia de esas u otras medidas similares.

La solución impulsada por la Directiva ya quedó explicada al inicio de estas

⁴⁹ El ejemplo más próximo lo tenemos en la reforma introducida en el año 2004 del Real Decreto 1197/1991.

páginas: puesto que no podemos impedir que, al amparo de las muchas vías que ofrece la respectiva legislación societaria, las sociedades cotizadas y sus accionistas establezcan medidas entorpecedoras de un posible cambio de control mediante una OPA, tan pronto como se produzca una oferta esas medidas quedan neutralizadas. Neutralización que tiene un contenido diverso: la *no aplicación o inoponibilidad* frente al oferente de limitaciones estatutarias o contractuales a la libre transmisibilidad, la *ineficacia* de las limitaciones a los derechos de voto o la *conversión* de determinados derechos privilegiados en ordinarios (los valores con voto múltiple pasan a conferir un solo voto). Las dos notas características de las distintas manifestaciones de la neutralización es que tendrán siempre como presupuesto el anuncio de una OPA y una vigencia provisional o transitoria.

IV.- EL PRINCIPIO DE NEUTRALIZACIÓN

1. Una obligación de los Estados miembros.

El objetivo de la neutralización recibe una acogida expresa por medio del artículo 11 de la Directiva, que lleva ese título. Se trata de un precepto de contenido heterogéneo, no sólo porque la propia enunciación de ese principio u objetivo regulador no permite una especial previsión, sino porque alcanza a una variedad de medidas defensivas que han de ser desactivadas y porque los efectos de la neutralización son también múltiples: por sus afectados y por las excepciones que se introducen.

La Directiva formula en términos rotundos que el conjunto de disposiciones que integran aquel precepto deberán ser aplicables “*cuando se haga pública una oferta*”. Encargo que se dirige a los Estados miembros, de los que se dice que “*velarán*” por la aplicación de aquellas disposiciones (art. 11.1). La expresión empleada -que es utilizada en otros lugares de la Directiva- provoca una cierta incertidumbre en cuanto a la conducta de los Estados destinatarios que es necesaria para la adecuada transposición de la Directiva. Incertidumbre sobre todo por cuanto no se dice con claridad si la neutralización ha de implicar una

determinada política legislativa, o simplemente una coyuntural ineficacia de las medidas defensivas.

No parece cuestionable que, aunque el mandato a los Estados miembros no conlleve un encargo tajante de establecer normas internas congruentes con los preceptos comunitarios, tal y cómo se proclama en otros lugares de la Directiva⁵⁰, la incorporación del principio de neutralización ha de traducirse en la adopción de las correspondientes disposiciones. Basta con acudir al art. 21 para comprobar cómo la transposición habrá de traducirse en la vigencia de “*las disposiciones legales, reglamentarias y administrativas necesarias*” antes del 20 de mayo de 2006. Que la transposición apunte a la vigencia de normas sirve para entender el encargo a los Estados miembros contenido en el art. 11.1 de la Directiva. Puede darse el caso de que algunos Estados no precisen de modificación legal alguna porque el principio de neutralización ya tiene vigencia en su ordenamiento. Velar por el cumplimiento de la Directiva pasará, sencillamente, por la continuidad de las disposiciones nacionales que en el momento actual ya impiden oponer al oferente las medidas defensivas que cita el art. 11. En otros Estados, por el contrario, la transposición de la Directiva ha de conllevar cambios en la regulación de las OPAs, pero también en su Derecho societario.

Hecha esa precisión, la única conclusión posible es la de que los Estados miembros deben incorporar las normas destinadas a suprimir la efectividad de las medidas defensivas contempladas por el art. 11. Actuación normativa necesaria, incluso cuando se trate de los Estados que vayan a optar por rechazar el principio de neutralización. Porque el rechazo de esa solución no es un criterio normativo específico, sino que lo que implica la relación entre los artículos 11 y 12 es que, en último término, ha de dejarse en manos de las propias sociedades establecidas en aquellos Estados que se reserven imponer con carácter general la neutralización, la posibilidad de acogerse a la neutralización. Posibilidad que,

⁵⁰ Como hace, por ejemplo, el Considerando (22): “*Es preciso que los Estados miembros establezcan normas*”.

resulta obvio, sólo puede ejercitarse allí donde exista el presupuesto de una previa regulación de la neutralización.

El razonamiento anterior vale igualmente si se analiza la regla de la reciprocidad que enuncia el art. 12.3. La exención de la neutralización favorable a una sociedad ante la OPA que sobre su capital formule otra dispensada de ese principio, reclama la previa determinación del objeto de aquella exención.

2. La concreción del principio

2.1. Aspectos generales

Quedó indicado que el contenido del art. 11 de la Directiva es heterogéneo, puesto que se proyecta sobre diversas medidas defensivas y momentos de una OPA, al tiempo que incluye excepciones a las reglas generales y otras disposiciones especiales.

El principio de neutralización presenta, con carácter general, diversas características. La primera nos sitúa ante una supresión temporal o suspensión de la vigencia de determinadas medidas que, bien con fundamento en las leyes, en los estatutos, o en pactos contractuales, se entiende que obstaculizan la efectividad de una OPA como instrumento de cambio de control. Obstaculización que se traduce en impedir que sean los accionistas quienes puedan decidir sobre la oferta propuesta, o en atribuir a determinados accionistas una posición de preeminencia a la hora de decidir sobre la OPA. Ahora bien, ese planteamiento no está exento de contradicción, puesto que en nombre de los accionistas reclama una ineficacia de convenios o acuerdos sociales (traducidos en los estatutos) establecidos por los propios accionistas⁵¹, si bien esto último podrá ser matizado indicando que esos convenios y acuerdos societarios se corresponden con los intereses de los accionistas de control o de determinados grupos de accionistas. E igualmente convendrá acoger la advertencia de quienes señalan que, puesto

⁵¹ v. sobre éste y otros aspectos cuestionables de la regla de neutralización, GOERGEN, M., ECGI, Law Working Paper 33 (2005), pp. 16-17.

que la neutralización encuentra en su formulación principal, así como en el régimen de disposiciones opcionales, aspectos conflictivos con respecto a la vigencia de las libertades comunitarias fundamentales, resulta previsible que sobre ello se proyecte un control jurisdiccional⁵².

La segunda viene dada porque esta excepcional suspensión ha de tener como presupuesto la existencia de una OPA que por haber sido autorizada por la CNMV y publicada, ha iniciado la fase de aceptación. Esto descarta los efectos de la suspensión allí donde una OPA no ha cumplido los trámites indicados. Por el contrario, la suspensión o neutralización operará con relación a dos o más ofertas competidoras que hayan alcanzado las fases antes señaladas. En tercer lugar, además de durante la fase de aceptación, la neutralización opera en el seno de los órganos sociales. Así sucede cuando se celebra la Junta general que ha de decidir sobre la eventual adopción de medidas defensivas propuestas por los administradores, tal y como exige el art. 9 de la Directiva. La cuarta nota característica de la neutralización es su aplicación al momento posterior a una OPA exitosa. Esto es, cuando el oferente haya alcanzado el 75% o más del capital, dejan de surtir efecto, esta vez ya de forma continuada, determinadas medidas (art. 11.4). Pérdida de eficacia que apunta a facilitar que el nuevo titular del control pueda modificar los estatutos o adaptar la administración de la sociedad al resultado de la OPA.

Finalmente, es de destacar que la supresión que resulta de la vigencia del principio de neutralización ha de comportar un adecuado resarcimiento a los accionistas o a terceros afectados. Los titulares de derechos sobre la propiedad de determinados valores o de los derechos de voto derivados de los mismos, han de recibir una “*compensación equitativa*” por la pérdida de esos derechos (art. 11.5).

⁵² Formula esa advertencia GRUNDMANN, “The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives and Policy Considerations”, p. 436, con cita de la jurisprudencia reseñada en la nota 43 y con respecto a la reciprocidad, pp. 439-440. En su opinión, la jurisprudencia fijada en el caso C-339/89 Alsthom Atlantique, pudiera ser aplicable a algunos aspectos de la transposición de la Directiva.

De manera excepcional, el principio de neutralización no va a alcanzar a los Estados miembros que sean titulares de valores que confieran derechos especiales compatibles con el Tratado. Tampoco se aplicará la neutralización a los derechos especiales reconocidos a los Estados miembros por la legislación nacional, referencia dentro de la que ha de entenderse incluida la impropriadamente denominada *acción de oro* existente en numerosas sociedades privatizadas.

2.2. Las medidas afectadas por la neutralización

La neutralización se proyecta sobre distintos tipos de medidas, siendo tratada en primer lugar la categoría de las restricciones a la transmisibilidad de valores. Durante el plazo de aceptación no tendrán efecto frente al oferente y, en consecuencia, quedan en libertad para aceptar o no la oferta, los titulares de valores que pudieran tener previamente restringida su transmisibilidad bien por disposiciones estatutarias o bien por acuerdos entre el accionista y la sociedad o con otros accionistas. La redacción del art. 11.2 de la Directiva parece haber olvidado los acuerdos con el contenido expuesto y celebrados entre un accionista y terceros, que cumplen idéntica función obstativa de una eventual OPA que los convenios entre accionistas. En el Derecho español, las restricciones estatutarias son impensables en sociedades cotizadas⁵³. Aquellas con fundamento en los pactos parasociales sí han merecido una atención legislativa específica a través del art. 112 LMV, que al imponer la publicidad como requisito de eficacia de esos pactos, facilitará la vigencia de la neutralización en caso de OPA⁵⁴.

⁵³ Por estar prohibidas desde el art. 27, f) del Reglamento de Bolsas de 1967, cuya vigencia recordó la disposición adicional 1ª, 4 del R.D. 291/1992 de 27 de marzo.

⁵⁴ Se trata de una publicidad cualificada, pues se requiere que los pactos se comuniquen tanto a la CNMV -siendo difundidos como un hecho relevante- como al Registro Mercantil -en el que el pacto quedará depositado- (art. 112 LMV). A ello se añade que el art. 116.4 LMV incluía la mención a esos pactos dentro del contenido necesario del Informe de Buen Gobierno Corporativo. A principios de mayo de 2006, de entre las sociedades incluidas en el IBEX-35 que habían presentado sus informes referidos al ejercicio 2005 (lo habían hecho 29 de 35), una gran mayoría declaraba que no existían pactos de esa naturaleza entre sus accionistas. Sin perjuicio de ello, en aquellas en las que se declaraba existencia de tales pactos, éstos afectaban a porcentajes significativos: ANTENA 3 TV (56,7% del capital afectado); FCC (52,48%); PRISA (85,7%); SACIR (45,99%) y TELECINCO (no consta el porcentaje).

La segunda medida que contempla la Directiva como objeto de neutralización es el derecho de voto. También aquí se extiende la suspensión de la eficacia a restricciones de tal derecho derivadas de los estatutos o de pactos parasociales con ese mismo objeto (cfr. art. 112.1 LMV). La neutralización persigue, en especial, dejar también a los accionistas en una situación de libertad para decidir conforme a sus intereses con respecto a la posibilidad de adoptar o rechazar las medidas defensivas que los administradores pudieran proponer a tal efecto. No habrá lugar a neutralización alguna allí donde no se plantee la adopción de las medidas que requieren una autorización previa de la Junta general (cfr. art. 9.2, párrafo 1º). Desde la perspectiva del ordenamiento español, sí cabe imaginar el doble fundamento de las restricciones al derecho de voto. Junto a la figura de los pactos parasociales con ese contenido, existe la posibilidad de la limitación estatutaria del número máximo de votos de un accionista que contempla el art. 105.2 LSA⁵⁵.

En lo que hemos enunciado como la eficacia post-OPA de la neutralización, es también el derecho de voto el que merece especial atención, junto con derechos estatutarios referidos al nombramiento o revocación de los órganos de administración o dirección de la sociedad. Estos últimos derechos son desconocidos en nuestro ordenamiento⁵⁶. Lo mismo sucede con otro derecho especialmente afectado por la neutralización, como es el derecho de voto múltiple, que repetidamente convierte el art. 11 de la Directiva en el derecho de voto sencillo. Como sabemos, el art. 50.2 LSA prohíbe este tipo de privilegios al proscribir cualquier tipo de acción que conlleve una alteración de “*la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto*”. Pero la

⁵⁵ Se trata de una medida relativamente extendida entre las sociedades cotizadas españolas (se encuentra en el 30% de las sociedades del IBEX-35), a pesar de que en los últimos ejercicios se advierte una continuada tendencia a su paulatina eliminación. v. FUNDACIÓN DE ESTUDIOS FINANCIEROS, *Observatorio de Gobierno Corporativo (IBEX-35) 2004*, Papeles de la Fundación nº 14, p. 40, y en similar sentido, ELIZALDE, I./SAIZ, S. “Los últimos blindajes”, *Diario Expansión*, 10 de mayo de 2006, p. 27.

⁵⁶ Pero no así en aquellos Estados que desde un principio dejaron constancia de su oposición a la regla de neutralización; v. SKOG, R., “The European Union’s proposed takeover directive, the <<breakthrough>> rule and the Swedish system of dual class common stock”, *Riv. soc.5* (2003), en especial, p. 1147 y ss.

previsión de la Directiva respecto del voto múltiple se justifica por la viabilidad de éste en otros ordenamientos.

Hay una nota común a los distintos supuestos de neutralización y que es esencial para perfilar adecuadamente el alcance de esta solución. Tanto con respecto a las restricciones a la transmisibilidad de acciones como a las que afectan al derecho de voto, la neutralización sólo podrá aplicarse a aquellas medidas de origen estatutario o convencional establecidas “*tras la adopción de la presente Directiva*” (art. 11.2 y 3). Con ello se descarta la posibilidad de una aplicación retroactiva de la neutralización.

3. La flexibilidad en la aplicación del principio: el hundimiento del propósito armonizador

De lo hasta aquí expuesto se deduce el profundo significado del principio de neutralización en la futura legislación de las OPAs en cada uno de los Estados europeos. Limitar en los términos señalados la vigencia de las más relevantes y difundidas medidas defensivas anti OPA pasaba a ser una de las características esenciales en la futura armonización a partir de la Directiva.

Sin embargo, ya subrayamos cómo los primeros considerandos de la Directiva apuntaban a la necesidad de la flexibilidad de la normativa armonizadora. Flexibilidad que debía servir para adaptarse a nuevas situaciones y ser en todo caso respetuosa con los principios generales⁵⁷. De esta manera, no parece que la genérica invocación de esa flexibilidad sea suficiente para entender la pirueta reguladora que supone el art. 12 de la Directiva, que ni se proyecta sobre situaciones desconocidas por la Directiva, ni respeta uno de los principios de la misma. Como disposiciones opcionales se nos presenta lo que es una cesión a

⁵⁷ Los hechos anteriores y posteriores a la adopción de la Directiva probablemente confirmen que, sin esa flexibilidad, la aprobación de aquella era inviable y que, al final, lo que puede entenderse es que la *optionality* puede ser una imprescindible solución inicial, que puede ser revisable dentro de unos años y en un marco de mayor aproximación de los mercados europeos: en tal sentido, v. GURKAN, C., “Board neutrality and breakthrough rules in the European Union Directive on Takeover bids- a case for having them optional”, Tesina, Harvard Law School (2005), p. 7 ss.

favor de la solución que adopte cada Estado en dos asuntos capitales en toda normativa de OPAs, desde la perspectiva de su aptitud como marco de eventuales procesos de cambio de control corporativo. Esos dos asuntos son la regla de pasividad de los administradores y la consiguiente sumisión a lo que decida la Junta general (que apunta a las medidas defensivas posteriores a la formulación de la oferta) y el principio de neutralización (que afecta especialmente a las defensas preventivas ante una eventual OPA).

El art. 12 comienza facultando a los Estados miembros para que se reserven el derecho de no requerir a las sociedades cotizadas domiciliadas en su territorio la aplicación de las normas que derivan de los arts. 9.2 y 3 y 11 de la Directiva. Esto significa que cada Estado será soberano al decidir si dos principios tan esenciales tienen o no vigencia en su territorio. Es claro que el art. 12 renuncia a la existencia de una armonización europea en esas materias.

Matizando esa ruptura del principio de neutralización, el art. 12.2 ha concebido una solución que tampoco deja de sorprender. A la opción de un determinado Estado de quedarse fuera del sistema de neutralización ha de acompañar, “*en cualquier caso*”, la opción reconocida a las sociedades domiciliadas en el mismo de hacer valer la neutralización en los términos establecidos en el art. 11 (salvo la excepción prevista en su apartado 7 para los Estados miembros). En este juego entre lo que se ha descrito como un *opting out* (del Estado) u *opting in* (de la sociedad), se desplaza la decisión última a las propias sociedades y se fomenta con ello una mayor discriminación en el mercado interno respectivo. El resultado es claramente confuso y, en todo caso, desolador en términos de unificación o, si se prefiere, de armonización legislativa⁵⁸.

Por último, es en el art. 12 donde se formula el criterio de la reciprocidad y se plantea no en relación con los Estados, sino entre las sociedades participantes en una OPA. Conforme al art. 12.3 de la Directiva, los Estados miembros pueden

⁵⁸ Señala GARRIDO, Noticias de la Unión Europea 252 (2006), p. 83: “*la Directiva queda prácticamente anulada por las opciones que la misma otorga a los Estados miembros para su incorporación*”.

eximir a sociedades afectadas por la neutralización de los efectos de ésta cuando sus valores fueren objeto de una OPA por una sociedad que cuente con medidas defensivas que no pueden ser objeto de neutralización. Se ha querido con esta medida hacer frente al absurdo que resultaría que, a partir de la Directiva, nos encontremos con que sociedades difícilmente objeto de una OPA dadas las medidas defensivas estatutarias y contractuales existentes en su seno, campen a sus anchas por los mercados de valores tratando de hacerse con el control de otras que no pueden oponer esas mismas medidas.

V.-LA TRANSPOSICIÓN DE LA DIRECTIVA

1. Momentos de incertidumbre.

En el momento de concluir la revisión de estas páginas y aun cuando resta poco tiempo para que expire el plazo establecido a tal efecto por el art. 21.1 de la Directiva (el 20 de mayo de 2006), el Gobierno español ni ha iniciado el proceso normativo para llevar a cabo esa incorporación, ni siquiera ha anunciado la forma en que piensa hacerlo⁵⁹. Es una pasividad que aunque pueda encontrar una justificación histórica en la frecuente desatención de los Estados miembros hacia los plazos de transposición de Directivas comunitarias, no debe pasar desapercibida por un doble motivo. El primero radica en la comparación con lo ya iniciado por otros Estados europeos que, bien por la pujanza de sus mercados de valores (Gran Bretaña), o bien por la importancia europea de sus empresas (Alemania, Francia, Italia), se convierten en referentes ineludibles en esta materia. Diligencia legislativa que nos conduce al que entendemos segundo motivo de advertencia por la falta de respuesta del Gobierno español en esta cuestión. Se trata de la significación que, en el momento comprendido entre los finales de 2005 y principios de 2006 y en relación con la presentación de OPAs sobre empresas importantes y con los anuncios de otras posibles, ha adquirido la forma en que cada Estado va a hacer uso de esa facultad de regular las OPAs,

⁵⁹ A 30 de abril de 2006, ni el Ministerio de Justicia, ni el de Economía y Hacienda habían presentado Proyecto normativo alguno sobre la transposición de la Directiva. Tan sólo se han publicado algunas informaciones periodísticas sobre aspectos diversos de una futura regulación.

dentro del amplio campo de actuación que tolera la Directiva⁶⁰. En el marco del discurso a favor o en contra del *nacionalismo económico* o del *patriotismo empresarial*, las disposiciones que se ocupan de legitimar o prohibir medidas defensivas frente a operaciones hostiles juegan una función de primer orden, como lo hacen otras normas que, por un criterio de mera oportunidad, el Gobierno español se ha encargado de adoptar en esa dirección en meses recientes⁶¹

Esa tardanza puede ser objeto de valoraciones contrapuestas pero, en nuestra opinión, encuentra una justificación principal. Dado que el régimen de la Directiva basa sus preceptos fundamentales en cuanto a medidas anti OPA en el criterio de la reciprocidad entre empresas (que indirectamente se plantea entre los propios Estados), un criterio decisivo en relación con ello, será conocer las orientaciones que vienen adoptando los demás Estados europeos. No cabe duda, por ejemplo, que resultará difícil la crítica a una decisión normativa española favorable a las medidas defensivas en nuestras sociedades cotizadas si esa misma opción ha sido adoptada, especialmente, en aquellos ordenamientos en los que se integran las empresas susceptibles de formular OPAs sobre aquellas. En sentido distinto, el Gobierno español no ignorará los inconvenientes que una opción defensiva puede tener cuando la mayoría o los principales Estados europeos hubieran acogido la solución contraria, abriendo sus mercados de valores a OPAs de sociedades presentadas por empresas de otros Estados

⁶⁰ Pudiera pensarse incluso que la pasividad del Gobierno español estaría aconsejada por la necesidad de una actuación especialmente prudente ante esta reforma. La existencia de ofertas en curso de gran importancia empresarial y financiera y, también, plagadas de polémicas y conflictos pendientes de solución administrativa o judicial, no es el escenario adecuado para reformar la normativa aplicable, pues el sentido de la reforma no dejará de ser invocado a favor o en contra de las partes enfrentadas. Bastará con traer a colación la concepción de la seguridad jurídica como negación de una "*inestabilidad jurídica de las normas*"; v. SAINZ MORENO, F., "Seguridad jurídica", en Enciclopedia Jurídica Básica, vol. IV, Madrid (1995), p. 6108 y ss. y las referencias constitucionales, jurisprudenciales y bibliográficas ahí recogidas.

⁶¹ v. Real Decreto-Ley 4/2006, de 24 de febrero, por el que se modifican las funciones de la Comisión Nacional de la Energía, cuyo artículo único ha dado una nueva redacción a la Disposición Adicional Undécima, Tercero. 1. Decimocuarta de la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del Sector de Hidrocarburos, y cuyo apartado 3 exige la autorización de la Comisión Nacional de la Energía para la adquisición de una participación significativa, antes de obtener la correspondiente de la CNMV a la OPA.

Europeos o, incluso, extracomunitarios. De ser así, se corre el riesgo de que esos Estados discriminen las OPAs formuladas por sociedades españolas sobre la base de la reciprocidad. Hipótesis que no es baladí si atendemos a la experiencia reciente de nuestras grandes corporaciones, que vienen presentando OPAs en otros mercados con el resultado final de haber adquirido el control de empresas igualmente relevantes.

En todo caso, en relación con la neutralización de medidas defensivas existentes antes de una OPA, la incorporación de la Directiva plantea a cada uno de los Estados miembros dos preguntas principales: qué hacer y cómo llevarlo a cabo. Es decir, primero decidir la política legislativa a adoptar y, luego, la incidencia que esa decisión puede tener sobre el ordenamiento vigente, manteniéndolo o modificándolo.

2. El sistema que contemplan los arts. 11 y 12 de la Directiva.

Como se explicó, el art. 11 determina la inaplicabilidad frente al oferente de las medidas defensivas estatutarias o contractuales vigentes en la sociedad afectada y entre todos o parte de sus accionistas. Esa imposibilidad de aplicación viene a instaurar una suerte de ineficacia limitada de esas limitaciones estatutarias a la transmisibilidad de acciones o al derecho de voto, por ejemplo. A su vez, ese carácter limitado opera en el orden subjetivo -pues de ella debe beneficiarse sólo el oferente- y en el temporal -por regir en el plazo de aceptación o en momentos concretos, como la junta general que tiene que decidir sobre nuevas medidas o la primera que se celebrará con posterioridad a la OPA-. Ese principio general encuentra una excepción, también con alcance general, al amparo del art. 12.1: España puede decidirse por no requerir a las sociedades cotizadas cuyos valores se negocian en nuestros mercados y sobre los que se hubiere presentado una OPA, que suspendan la eficacia de las medidas defensivas válidas con anterioridad a su formulación.

Dicha decisión no es, propiamente, una mera decisión negativa. No se trata de negar la neutralización sin más, sino de requerir la no aplicación de ésta, con lo

que la principal decisión en materia de política legislativa va a reclamar un presupuesto previo: la transposición de la Directiva implica, en todo caso, una solución activa. No basta con mantener la situación actual en aquellos Estados en los que rige la efectividad de todas las medidas defensivas contempladas en el art. 11 de la Directiva. La incorporación adecuada de ésta debe comenzar por incorporar la inefectividad limitada -la *Neutralización* que titula ese precepto- de las medidas defensivas vigentes en el momento de presentarse la OPA. A partir de la incorporación de ese principio, entra en juego el sistema opcional: éste admite la facultad de los Estados (cuyo ejercicio es el presupuesto de la facultad reversible de cada sociedad de la que luego hablaremos) de requerir a las sociedades que no *apliquen* la neutralización de las medidas defensivas aplicables a sus acciones, accionistas o acuerdos (cfr. art. 12.2, párrafo primero). Es la misma formulación que utiliza la regla de la reciprocidad: contiene también la facultad de los Estados miembros de eximir a las sociedades cotizadas *de la aplicación* del art. 11 cuando sean objeto de una OPA cuya autora cuente con medidas defensivas.

La adecuada relación entre los dos preceptos pone de manifiesto que la Directiva reclama, en todo caso, que las legislaciones nacionales enuncien qué es y qué alcance tiene la neutralización conforme al art. 11. Sólo habiendo determinado este precedente, se podrá acoger cualquiera de las opciones consecuentes que a favor de los Estados y de las sociedades enuncia el art. 12 y que consisten, en definitiva, en aplicar o no aquel presupuesto neutralizador.

2. El acogimiento del principio de neutralización de las medidas defensivas existentes: la técnica legislativa.

Lo anterior permite responder una de las cuestiones que planteábamos al inicio de este trabajo: ¿qué debe hacer el legislador español a la hora de incorporar el art. 11 de la Directiva? Debe acogerse el principio general de neutralización, es decir, incorporar al ordenamiento las disposiciones correspondientes a los apartados 2 a 7 del artículo 11, como comienza reclamando éste en su primer apartado. Sentado el qué debe hacerse, la cuestión siguiente propone cómo

hacerlo.

La primera reflexión al respecto apunta a la naturaleza de las medidas que se verán afectadas, así como al fundamento de su adopción. Se trata tanto de medidas de naturaleza contractual (sustancialmente los pactos parasociales que contempla el art. 112 LMV), incluidos aquellos convenios suscritos por la sociedad y sus accionistas⁶², como de limitaciones estatutarias al derecho de voto. De manera que la neutralización afectaría por igual a medidas legitimadas por el Derecho del mercado de valores (las primeras) y por el Derecho societario (las segundas). Como además, el hecho determinante de la neutralización es la publicación o aceptación de una OPA, nos encontramos con un amplio elenco de disposiciones legales y reglamentarias sobre las que debe incidir el principio de neutralización. Si partimos de la última referencia, aparece como una primera solución la de asentar el principio general de neutralización de medidas defensivas en el mismo R.D. 1197/1991, lo que sin duda representa la fórmula más directa y enlaza con otros preceptos de dicho reglamento que tienen una finalidad similar (en especial, con la regla de pasividad del art. 14 R.D. 1197/1991). Sin embargo, esta solución topa con problemas de jerarquía normativa, puesto que reclama actuar sobre medidas establecidas en Leyes sin contar con un adecuado amparo al efecto.

La segunda solución, consistente en llevar a cada una de las Leyes que contemplan cualesquiera de las medidas a las que alcanza el principio de neutralización la formulación que éste recibe en el art. 11, tampoco creemos que sea la mejor, en especial por su carácter fragmentario, al obligar a una coordinación entre normas de naturaleza diversa y que, en algunos casos, tiene un alcance que excede ampliamente al de servir como medidas defensivas de los

⁶² Mientras que el art. 112 LMV ha establecido un concepto restrictivo de los pactos parasociales (acertadamente, pues no en vano de ese concepto resulta un régimen imperativo), la Directiva incluye un concepto más amplio, al fijarse incluso en aquellos pactos en los que la propia Sociedad sea una de los firmantes: sobre la heterogeneidad de los pactos de voto, v. PÉREZ-MORIONES, A., *Los sindicatos de voto para la Junta General de la Sociedad Anónima*, Valencia (1996), p. 261 y ss. y MADRIDEJOS FERNÁNDEZ, J.M., "Los pactos parasociales", AAMN, t. XXXVII (1998), p. 191 y ss., y especialmente p. 209 y ss.

titulares del control en una sociedad cotizada, como sucede con las limitaciones al derecho de voto o con los pactos entre accionistas y socios. Además, no puede descuidarse que el problema legislativo se ubica en una categoría primera: la de las OPAs, cuya formulación es el hecho desencadenante de la neutralización. Que ésta afecte a medidas diversas no debe llevar a ignorar que lo hace en un marco único.

De manera que la solución más recomendable pasa por incorporar la neutralización y, eventualmente, las soluciones opcionales en el art. 60 de la LMV, ampliando la ya generosa habilitación reglamentaria que en el mismo se contiene a la determinación de las distintas medidas a las que alcanza ese principio y, en su caso, a la concreción de las disposiciones opcionales que establece el art. 12 de la Directiva. Se trata de la solución correcta si se atiende al ámbito objetivo en el que opera el conjunto de la Directiva, que no debe olvidarse que es una regulación excepcional, puesto que arranca inexorablemente de que sobre una sociedad cotizada se formule una oferta destinada a alterar su situación de control, y especial, como evidencia su contemplación en el art. 60 LMV y en su Reglamento. Al propio tiempo, cabe prever que esa misma solución permita la incorporación de la Directiva en su conjunto, lo que redundará en una homogeneidad de la regulación resultante de su transposición.

4. La política legislativa principal: ¿deben acogerse las disposiciones opcionales?

La decisión esencial sobre qué hacer, desde el punto de vista de la política económica y legislativa, es la de la incorporación del artículo 12 y del régimen opcional que contiene. Tal carácter opcional lo determina que, siendo imperativa la incorporación de la regla de neutralización conforme al artículo 11, a los Estados miembros se les reconoce la facultad discrecional (que la Directiva califica como opción) de no aplicar dicha regla a las sociedades domiciliadas en ellos. Dicho de manera directa, cada Estado decidirá si, con carácter general, rige o no para sus sociedades cotizadas el principio de neutralización.

La formulación de esta noción es elíptica, conjugando expresiones afirmativas con otras negativas: se dice que se trata de reservarse un derecho de no requerir que se aplique la regla de neutralización⁶³, lo que plantea alguna duda sobre cómo puede establecerse ese derecho y sobre cuál será el cauce adecuado para su ejercicio. Pero con independencia de su acogimiento normativo, lo primero que procede analizar es la decisión política referida a la reserva de ese derecho. Parece difícil postular que España no haga uso de esa facultad al transponer la Directiva, previendo que será una solución idéntica a la acogida por la mayoría de los Estados europeos. No hacerlo sería privar de forma general a las sociedades españolas (en realidad, a sus accionistas de control y a sus administradores) de las medidas defensivas que reconocen otros ordenamientos a favor de las sociedades allí domiciliadas. Puede objetarse que esta justificación, inspirada por la regla de igualdad o reciprocidad entre sociedades europeas susceptibles de formular una OPA o de ser destinatarias de la misma, ya se logra por la vía de la opción que reconoce el apartado 3 del artículo 12, pero es claro que éste contempla una solución especial y de emergencia ante la formulación de una OPA concreta y en situaciones de disparidad advertidas entre las sociedades implicadas, mientras que lo que plantea la primera de las disposiciones opcionales es la facultad de acoger la ineficacia de la regla de la neutralización, como principio genuino regulador de las OPAs en cada Estado.

Así pues, la reserva del derecho de no aplicar la regla de la neutralización debe ser acogida en nuestro ordenamiento, como medida prudente, que permite tanto su ejercicio como su abstención, en atención a las circunstancias concurrentes en los distintos mercados europeos y en las sociedades afectadas por alguna OPA. Contra la simple transposición del art. 11 de la Directiva se han pronunciado Gobiernos poco sospechosos de impulsar mercados cerrados que, antes bien, se han caracterizado por defender la solución opuesta. Se ha indicado que acoger la opción a favor de una neutralización total y no hacer uso del derecho que

⁶³ El Gobierno británico acoge una fórmula más sencilla al explicar su decisión: "*The Government does not, therefore, intend to impose article 11 on UK companies*"; en *DTI Company Law Implementation*, cit., p. 28. Esa misma orientación la hizo suya el legislador francés, que ignoró el art. 11 de la Directiva en la Ley nº 2006-387, de 31 de marzo pasado.

concede el art. 12.1 de la Directiva puede tener efectos negativos para los mercados correspondientes, en especial por el impulso que pudiera conllevar para que las sociedades que desean seguir beneficiándose de medidas anti-OPA desplacen la negociación de sus valores⁶⁴, bien hacia aquellos Estados (comunitarios o no) en los que no rija el principio neutralizador. Se trata, como es notorio, del clásico (que no por ello irrelevante) problema de la competencia de legislaciones como factor determinante para la competencia entre mercados de valores. En similar dirección se apunta, también, la noción de flexibilidad legislativa, que quiere decir que deberían poder continuar disponiendo de la posibilidad de adoptar medidas defensivas determinadas sociedades en las que se advierten intereses legítimos cuya tutela así lo aconseja, como sucede con la posición de los socios fundadores ante la admisión a negociación bursátil de las acciones de la sociedad⁶⁵.

5. La opción corporativa: entre el *opting in* y el *opting out*.

La neutralización de medidas defensivas no es, solamente, materia opcional para el legislador, sino que éste debe dejar la puerta abierta a que las distintas sociedades cotizadas puedan o no acogerse a la eliminación de las medidas defensivas que afecten a sus respectivas acciones y estructuras de propiedad. Esta opción corporativa la regula el art. 12.2 de la Directiva e implica que la opción general de cada Estado en contra de la neutralización, pueda dar lugar a una opción individual de sentido opuesto, es decir, que las medidas previstas en el art. 11 y vigentes en una determinada sociedad, resulten ineficaces porque así lo acuerdan sus accionistas. De esta manera se entiende la configuración de la

⁶⁴ En propiedad, el desplazamiento previsible es el del domicilio social hacia aquellos países que rechazan la neutralización general de medidas defensivas: v. BENEYTO/PUENTE, *Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria*, cit., p. 34. Convendrá recordar, sin embargo, que esa nacionalidad derivada del domicilio (cfr. art. 5 LSA) alcanza a las medidas defensivas adoptadas al amparo de esa norma, como son, por ejemplo, las limitaciones estatutarias. Criterio que ha de ser distinto en lo tocante a la vigencia de las medidas defensivas reguladas por la LMV (v.gr., los pactos parasociales), que son aplicables a toda sociedad cuyos valores se negocien en un mercado oficial español (v. arts. 1 y 2 y, en especial art. 111.1 LMV).

⁶⁵ Estos y otros argumentos son los que desarrolla el DTI, *Company Law Implementation*, pp. 27-28 para justificar su decisión en contra de la neutralización.

Directiva, que habla de una "*opción reversible*" a favor de las sociedades "*de aplicar ... el artículo 11*". Allí donde un Estado opte por no aplicar ese precepto, deberá sin embargo permitir que cualquier sociedad se decante por aplicarlo.

Ante todo, llama la atención que se diga que una sociedad queda legitimada para aplicar una Directiva, cuyos destinatarios son los Estados miembros (art. 23). En rigor, en lugar de ante una aplicación directa del precepto, lo que se establece es que la legislación nacional deberá permitir la neutralización de las medidas defensivas en aquellas sociedades que así lo aprueben, a pesar de que las normas nacionales hubiesen rechazado establecer la neutralización como principio general. Esta "opción corporativa" tiene como presupuesto necesario el previo rechazo a esa neutralización general en la reforma legislativa, que deberá detallar las medidas defensivas a los que alcanzará la misma. Establecido ese catálogo, el requisito fundamental de la que denominamos opción corporativa será la adopción de un acuerdo adoptado con los requisitos que enuncia el art. 12.2, párrafo segundo.

El primer requisito es de competencia, puesto que se impone que sea la junta general la que decida sobre la neutralización de las medidas anti-OPA, lo cual parece coherente con el hecho de que son los intereses de los accionistas los que merecen especial consideración tanto al establecer medidas limitativas de una posible OPA, como al dejar éstas sin efecto como paso previo para que los accionistas decidan libremente acudir a una futura OPA o no hacerlo. No es posible que la decisión al respecto sea objeto de delegación al órgano de administración.

Una segunda condición viene dada por la remisión de la decisión opcional de la junta a "*las normas aplicables a las modificaciones de estatutos*" conforme a lo establecido en la legislación aplicable. Con ello se destaca la importancia que tiene ese acuerdo. Su equiparación con una modificación de estatutos afianza la competencia exclusiva e indelegable de la junta, al tiempo que reviste una importancia extraordinaria que conlleva que quede sometido a los requisitos informativos y de adopción propios de toda modificación estatutaria (cfr. art. 144

LSA). En tanto que la neutralización alcance a medidas cuya validez y eficacia dependan de su inscripción en el Registro Mercantil o en otros registros públicos (p.e., los dependientes de la CNMV), su aprobación por la sociedad deberá dar lugar a idéntica publicidad registral o administrativa.

Además de esas inscripciones y notificaciones, el acuerdo de neutralización se ve afectado por un deber especial de información, consistente en notificar su adopción a las autoridades supervisoras de los mercados en los que las acciones de la sociedad se negocien. Deber que entendemos que quedará satisfecho mediante su integración en la notificación de información relevante que regula el art. 82 LMV y demás normas aplicables.

El art. 12 de la Directiva nos dice que se trata de una opción "*reversible*". Debe entenderse que la libertad de cada sociedad actúa en una doble dirección. Tanto para acordar en un momento determinado la neutralización, como para, en otro posterior, dejarla sin efecto y rehabilitar la eficacia de las medidas defensivas. Reaparece en este punto la voluntad de establecer una normativa "*flexible*", lo que pasa por permitir a cada sociedad adaptar su grado de protección a lo que sus accionistas consideren conveniente a la vista de la evolución en este mismo aspecto de otras sociedades. La reversibilidad propia de la opción corporativa a favor de la neutralización nos indica que estamos ante una posibilidad que puede acogerse en cualquier momento, sin necesidad de que se haya presentado una OPA o de que su formulación aparezca como verosímil.

La opción corporativa a favor de la neutralización plantea algunas cuestiones jurídicas de calado que debemos apuntar. La primera parte de la atribución a la junta de la competencia para acordar esa opción o para revocarla posteriormente. Poco cabe objetar a esa solución, pero la misma no despeja las dudas acerca de que, a la postre, sean los administradores los que, en virtud de su control sobre la celebración de la junta y del orden del día y, sobre todo, por medio de la representación pública de los accionistas, sean los que realmente decidan neutralizar las medidas defensivas. Lo que nos lleva a uno de los conflictos característicos en las OPAs, puesto que el cambio de control es, con frecuencia,

sinónimo del subsiguiente cambio de administradores, lo que en no pocas ocasiones se verá por éstos como una hipótesis rechazable, a pesar de los efectos beneficiosos que pudiera tener para los accionistas. Ello pudiera animar a la adopción de medidas de incorporación de la Directiva que aseguren la primacía del interés de los accionistas en este ámbito, sea mediante la reducción del porcentaje del capital que permite solicitar la convocatoria de la junta que deberá adoptar ese acuerdo (art. 100.2 LSA) o que autoriza a solicitar la publicación de un complemento de la convocatoria (art. 97.3 LSA). En idéntico sentido cabe proponer que los administradores no puedan ejercitar el derecho de voto correspondiente a las acciones representadas al votarse el acuerdo de neutralización (lo que implicaría, sencillamente, incluir ese supuesto en el catálogo de decisiones que enuncia el art. 114.1 LMV, por considerar que concurre un conflicto de intereses).

En relación con este punto, una observación adicional merece la postura de quienes consideran un error la atribución a los accionistas (junta general, mediante) del poder de hacer ineficaces las medidas defensivas. Desde un análisis jurídico-económico y a la vista de la experiencia estadounidense se ha criticado la fórmula acogida por la Directiva⁶⁶. Esta opción cuestiona que esa fórmula sea la acertada, en contra de quienes la habían reclamado como consecuencia de la evidencia de la utilización por los consejos de administración del poder de proponer y aprobar medidas anti-OPA como causa de que sólo proliferaran ya las ofertas hostiles⁶⁷.

Al cuestionar esta postura, se ataca su presupuesto principal: que la legitimación de los accionistas para dar efectividad a esa *shareholder choice* presume que estos están revestidos de una mejor posición (*bona fide advantage*) que los

⁶⁶ v. el amplio estudio de ARLEN, J./TALLEY, E., "Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice", que pueden consultarse dentro de la colección de Working Papers del NYU Center for Law & Business; CLB-03-005.

⁶⁷ v. BEBCHUK, L./COATES, J./SUBRAMANIAN, G., "The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence and Policy", 54 (2002), Stan. L.Rev., p. 887.

administradores a la hora de decidir ante una OPA (incluso si es considerada hostil)⁶⁸. Se rechaza que esa solución sea la adecuada a la hora de fomentar valor en la sociedad afectada, en especial porque no se descarta con ello una conducta de los administradores orientada a hacer que la sociedad resulte menos atractiva como objeto de una OPA. De hecho, se acredita la utilización en algunas sociedades norteamericanas de tácticas de gestión de tal finalidad, que al traducirse en medidas no previstas legalmente, dificultan el control judicial de las mismas⁶⁹. Esa aproximación atiende, en especial, a la mayor o menor capacidad de los accionistas (en comparación con la que cabe reconocer al órgano de administración) a la hora de decidir sobre la eficiencia de mantener o abolir las medidas establecidas frente a una eventual OPA. La Directiva no adopta esa perspectiva, sino que parte de la premisa, presente en otros lugares de la Directiva, de que el interés social y el de los accionistas minoritarios merecen una consideración preferente, lo que vincula a los administradores y determina ciertos deberes de conducta [art. 5.1 en relación con el *principio general* del art. 3.1, c) y art. 9] en donde la junta general aparece como el órgano responsable de la última decisión. En esa orientación, la solución del art. 12.2 de la Directiva con respecto a la opción corporativa es coherente. A los administradores se les priva del derecho de decidir en este punto, lo que no impedirá que su criterio – presumiblemente fundado desde un punto de vista empresarial y financiero- sea objeto de especial consideración si se recuerda que, por aplicación del art. 144 LSA, deberán formular un informe justificando la opción que corresponda (*in/out*) en cuanto a la desactivación o a la revitalización de las medidas defensivas contempladas en el art. 11 de la Directiva.

Un segundo aspecto problemático lo depara reconocer eficacia a un acuerdo de la

⁶⁸ Conviene señalar que existen notables opiniones a favor de un *managerial control* de las medidas anti-OPA. Tal sucede con los trabajos de LIPTON, KAHAN, BLACK, KRAAKMAN y otros recogidos por ARLEN/TALLEY, *op. cit.*, p. 10, nota 25 y la bibliografía citada en la nota 48 de este trabajo.

⁶⁹ ARLEN/TALLEY, *op. cit.*, o, 49 y ss., que analizan tanto los *incentivos* que pueden llevar a los administradores a optar por las que califican como *embedded defenses*, que exponen posteriormente.

sociedad sobre negocios o acuerdos de terceros. Porque si parece incuestionable que la neutralización acordada por la sociedad incida directamente sobre las medidas estatutarias, no es tan sencillo que un acuerdo societario deje sin efecto lo que, por ejemplo, hubieren convenido dos o más accionistas en cuanto a la transmisibilidad de sus respectivas participaciones mediante el correspondiente pacto parasocial (contemplado expresamente en el art. 11.2 de la Directiva).

6. La reciprocidad

6.1 Los elementos del sistema: la igualdad entre competidores.

El último supuesto en el que la Directiva contempla la adopción de disposiciones opcionales es el que aborda el art. 12.3 y que ha dado lugar a que se hable de reciprocidad, aunque ésta ya no se plantee entre Estados o legislaciones, sino entre las sociedades directamente implicadas en una OPA. Ciertamente, antes que de una disposición que dé lugar a opción alguna, lo que se establece en este caso es una exención en la que lo determinante ya no es la decisión individual de cada sociedad, sino la expresa contemplación normativa al respecto (que conforme a lo ya expuesto, debería acoger el art. 60 de la LMV y concretar su desarrollo reglamentario). Por eso se indica que se trata de una opción legislativa de los Estados miembros, que conforme a las disposiciones que establezcan las normas nacionales, podrán eximir a las sociedades cotizadas de la neutralización establecida en el art. 11 de la Directiva y por ello acogida por las normas de transposición.

Estamos, además, ante un caso especial frente a los precedentes que regula el art. 12, puesto que la exención que nos ocupa se ubica en un escenario distinto⁷⁰. En primer lugar, porque para tener vigencia es preciso que sobre la sociedad beneficiaria de esa exención se haya presentado una OPA. En segundo término, porque la exención depende de que la OPA hubiere sido formulada por una sociedad que “*no aplica las mismas disposiciones*” que la sociedad afectada,

⁷⁰ Sobre la cuestión, v. MUCCIARELLI, F.M., “Il principio di reciprocità nella Directiva comunitaria sull’opa”, *Giurisprudenza Commerciale* 32.6 (Noviembre-Diciembre 2005), p. 836 y ss.

esto es, que mientras que para ésta rige el principio de ineficacia de medidas defensivas, no lo hace para aquella⁷¹. Se atisba así una doble relación relevante para la aplicación de las normas de exención: la que existe entre las legislaciones aplicables a cada una de las sociedades y, en directa consecuencia de ésta, la que caracteriza la capacidad de las citadas sociedades para oponerse a una OPA conforme a cualquiera de los medios contemplados en el art. 11.

La finalidad de esta norma es la recuperación del principio de igualdad entre sociedades. Decimos recuperar porque se trata de un postrero intento de la Directiva por atenuar las desigualdades -de asimetrías preferirán hablar algunos- que pueden resultar del sistema opcional. Quedó recogido que el escenario *post-Directiva* puede ser la disparidad entre legislaciones y entre sociedades en cuanto a la vigencia de las medidas defensivas oponibles frente a eventuales OPAs sobre sus acciones. Una aproximación bienintencionada hacia la reciprocidad como sistema destaca que, precisamente, éste va a animar a un creciente número de sociedades a renunciar a las medidas que las protegen, como presupuesto para impedir que medidas similares puedan serles esgrimidas cuando formulen OPAs sobre otras sociedades⁷². Es una visión que destaca los efectos de la renuncia a las barreras anti-OPA (que en lo que compete a una sociedad, debe no olvidarse que tiene carácter reversible) y que parece ignorar que, en los mercados de valores europeos, el temor anti-OPA es el rey, no sólo por parte de los administradores que temen cambios de control, sino por las hoy ya indisimuladas preocupaciones de no pocos y poderosos Gobiernos europeos a la hora de limitar la vulnerabilidad de sus *campeones nacionales* en los más variados sectores, incluso aquellos en los que es difícil contemplar que concurra algún interés general que justifique esa tutela pública, que resulta aún más desvergonzada

⁷¹ El tratamiento de la sociedad oferente se plantea desde una perspectiva *consolidada*: la exención puede acordarse tanto cuando la propia oferente es la beneficiaria de medidas defensivas que quedan neutralizadas en la sociedad afectada, como cuando la OPA la formule aquella a través de una sociedad instrumental o controlada por ella conforme a lo dispuesto en la Directiva 83/349/CEE.

⁷² Una exposición crítica de esa aproximación se contiene en DTI, *Company Law Implementation*, *cit.*, p. 28.

cuando resulta que son esos mismos Gobiernos los que animan a esas sociedades a intentar operaciones hostiles en otros mercados.

En todo caso, la reciprocidad no sólo es un remedio para una situación de desigualdad competitiva, sino que es coherente con el enfoque general que el legislador europeo adopta en cuanto a la desactivación de las medidas defensivas existentes antes de la formulación de una OPA. Ese enfoque no oculta su posición a favor de la conveniente abolición de medidas que se considera que en no pocas ocasiones juegan contra los intereses de los accionistas, al obstaculizar operaciones societarias que comportan para éstos, en general, un beneficio incuestionable y una concreción de paridad de trato. Si, a la postre, ese objetivo contrario a la vigencia de las medidas defensivas ante una OPA no se ha podido imponer con carácter general, lo que desde luego resultaría incongruente es que se beneficiarán de esa medida los que no la ponen en práctica. Es decir, que alinearse con el interés por abolir barreras a la formulación de OPAs suponga facilitar la toma de su control por aquellas sociedades que -sea por una opción legislativa o por una decisión societaria- se acogieron a la excepción que permite mantener plenamente vigentes las medidas que impiden que puedan ser objeto de similares operaciones. Habrá que ver si la realidad confirma los augurios pesimistas que para las sociedades que opten por un modelo defensivo destacan que con ello pierden posibilidades estratégicas (al ver restringida la posibilidad de formular OPAs sobre otras sociedades europeas) y que su carácter de sociedades protegidas se reflejará en el valor de cotización de sus acciones⁷³.

6.2 La presentación de una OPA como condición.

El art. 12.3 de la Directiva no es preciso a la hora de determinar a partir de qué momento puede adoptarse la exención. La expresión que se utiliza es la de que podrá acordarse respecto de sociedades en las que rija la desactivación de medidas anti-OPA conforme al art. 11 de la Directiva, “*si son objeto*” de una OPA.

⁷³ GRUNDMANN, “The Market for Corporate Control: The Legal Framework, Alternatives and Policy Considerations”, p. 440 y . MUCCIARELLI, F.M., *Giurisprudenza Commerciale* 32.6 (Noviembre-Diciembre 2005), p. 837.

Frente a otras disposiciones de la Directiva que especifican en qué momento del procedimiento de una OPA resultan aplicables, la fórmula adoptada por el art. 12.3 abona la validez de distintas interpretaciones. Así, parece claro que la exención podrá adoptarse en cualquier momento a partir de la presentación de la oferta (cfr. art. 12.1 RD 1197/1991), siendo irrelevante a esos efectos la autorización o la iniciación de la fase de aceptación. De hecho, resulta razonable que la exención se acuerde desde el primer momento en que existe conciencia de la formulación de la OPA, siendo dicho acuerdo un dato que, por su relevancia, convendrá que conozcan cuanto antes todos los implicados en la OPA (el oferente, los accionistas destinatarios, los administradores de la sociedad afectada y el organismo supervisor).

Por contra, resulta más dudoso que la exención pueda tener carácter cautelar, esto es, que se acuerde ante la existencia de rumores o de noticias sobre la eventual formulación de una OPA por parte de una sociedad pasivamente legitimada para esa decisión. En el mundo actual, el lenguaje empresarial se renueva para insinuar que se puede formular una OPA, aunque ello no comprometa al anunciante. Habrá que reconocer idéntica legitimación para realizar advertencias hacia el futuro a las autoridades competentes de acordar la exención en los términos previstos por la Directiva y la legislación nacional correspondiente. Lo cual no obsta para que recordemos lo que es incuestionable: que estamos ante una exención que debe tener como presupuesto la formulación de una OPA específica (por quien la hace y los valores a los que se dirige).

6.3. Reciprocidad y OPAs competidoras

Si con carácter general se advierte la complejidad de la aplicación del heterogéneo grupo de medidas que la Directiva engloba bajo el título de disposiciones opcionales, la misma se incrementa en el caso de la exención autorizada por el art. 12.3. En efecto, debe ser aplicada frente a un determinado sujeto (la sociedad que ha presentado una OPA y cuyas medidas defensivas no se neutralizan conforme a lo establecido a partir del art. 11), lo cual no resulta sencillo si pensamos en procedimientos en donde, junto a aquél, concurren otros

oferentes. Las llamadas OPAs competidoras deparan un escenario en el que esa exención puede ser difícil de administrar. Aquellas medidas defensivas eficientes frente a un determinado oferente, sin embargo no podrían afectar a la OPA de otros competidores, cuando éstos hubieren aplicado el principio de neutralización. Sin necesidad de descender a un especial casuismo, la complejidad de esa situación se adivina sin gran esfuerzo: basta con que pensemos en medidas contractuales en cuanto a la transmisión de acciones o al derecho de voto. ¿Puede uno de los firmantes vender a aquél oferente no afectado por la exención de reciprocidad o deberá abstenerse de vender a cualquiera de ellos puesto que el pacto parasocial se considera en vigor? ¿Cabe votar libremente a favor de medidas post OPA -las que contempla el art. 9 de la Directiva- o sólo podrá hacerse si se proponen contra el oferente afectado por la reciprocidad? ¿Acaso es posible, por ejemplo, distinguir el alcance de medidas como la emisión de nuevos valores? Probablemente, habremos de concluir que la vigencia de la exención por la falta de reciprocidad resulta difícil de aplicar en el marco de OPAs concurrentes.

6.4. Las medidas defensivas afectadas por la reciprocidad

Otra cuestión que también nos parece relevante es la que determina la ausencia de reciprocidad. En síntesis, ésta se afirma porque mientras que en la sociedad objeto de la OPA se neutralizan las medidas que enuncia el art. 11, no sucede lo mismo en la sociedad oferente. A partir de ahí cabe formular como primera cuestión la de si esa desigualdad debe ser plena, o si cabe afirmarla allí donde sólo algunas de las diversas medidas que va enunciando el art. 11 sí ha sido neutralizada en la sociedad oferente. Dado que la igualdad es absoluta y no admite graduaciones, debería considerarse que sólo la neutralización de todas las medidas que establece el art. 11 impediría la utilización de la exención. Lo que conduce a la segunda cuestión. Puesto que la categoría de medidas anti- OPA es amplísima y excede de forma manifiesta a las que específicamente ha tomado en cuenta el art. 11, lo que cabe plantear es si la reciprocidad debe analizarse más allá de esa determinación. Es decir, si puede hacerse uso en la legislación nacional de la exención que autoriza la Directiva, sobre la base de la aplicación

en beneficio de la sociedad oferente de otras medidas ajenas a las que enuncia el art. 11, pero que no cabe duda que implican un beneficio defensivo para ésta, puesto que limitan o prohíben la formulación de OPAs sobre su capital en una forma que no rige para la sociedad objeto de la OPA presentada por ésta última⁷⁴.

La Directiva tiene una finalidad de armonización o aproximación. Por tanto, su delegación para que sean los ordenamientos nacionales los que introduzcan el supuesto de exención creemos que debe entenderse limitada al ámbito objetivo de las medidas que establece la norma comunitaria. En el caso de la neutralización de las medidas precedentes a la OPA, ésta no debe entenderse que tenga efectos más allá de aquellas medidas enunciadas en cada uno de los apartados del art. 11, por lo que la exención que se basa en que éstas se apliquen o no no puede tomar en cuenta otras medidas. Cuestión distinta es que las normas nacionales establezcan la regla de neutralización con un mayor alcance y que, de forma congruente, traten de aplicar en ese entorno ampliado la exención, cuya admisibilidad no dependerá ya de su cobertura por la Directiva, sino de su compatibilidad con los principios generales del ordenamiento europeo.

6.5 El acogimiento de la regla de reciprocidad.

El art. 12.3 propone también una decisión relevante en términos de política legislativa: la exención de la neutralización ya quedó dicho que es una facultad de los Estados miembros. Es notorio que, de ser ejercitada, implicará una adicional herramienta en poder de aquellos Estados interesados en disponer de medidas de reacción ante operaciones susceptibles de ser consideradas como hostiles. Además, concurrirá una cierta coherencia en la incorporación de esa exención allí donde la legislación hubiere ejercitado la previa opción de no acoger el principio de neutralización con carácter general (cfr. art. 12.1 de la Directiva). Incluso, cabe añadir, la solución será igualmente coherente con la

⁷⁴ V. MUCCIARELLI, F.M., *Giurisprudenza Commerciale* 32.6 (Noviembre-Diciembre 2005), pp. 838-839.

previa admisión, por la misma legislación, de medidas defensivas aptas de ser utilizables por las sociedades cotizadas.

Frente a esos argumentos se han esgrimido otros que justifican que algún Estado miembro renuncie a acoger la exención de reciprocidad⁷⁵. El primero y fundamental lo ofrece la convicción contraria al proteccionismo: siempre serán mayores los beneficios de la apertura de los mercados de control, que los perjuicios que para la internacionalización comercial y la libre circulación de capitales conlleva analizar con un criterio de reciprocidad la identidad del oferente. El segundo advierte -en línea con lo apuntado en anteriores apartados- que la exención por reciprocidad complica aún más un régimen ya de por sí dificultoso, como es el derivado de la neutralización que dibuja la Directiva.

7. Un apunte sobre cuestiones transitorias.

La Directiva de OPAs irrumpe sobre una realidad legal, estatutaria y contractual plagada de medidas defensivas de distinta naturaleza y vigentes en el momento de su adopción. Esta evidencia obligaba a adoptar una solución de transitoriedad en relación con la vigencia y oponibilidad de esas medidas a partir de la incorporación de la Directiva. El problema resultaba especialmente claro en relación con la neutralización de esas medidas, lo que implica partir del reconocimiento de su existencia y alcance.

Desde el punto de vista de la técnica legislativa y de la seguridad jurídica, la Directiva ha resuelto la cuestión transitoria de manera correcta. Lo que ha determinado es que la neutralización sólo se aplicará a aquellas medidas de origen convencional que, estando contempladas en el art. 11, se hubieren establecido tras la adopción de la Directiva. Esto rige para aquellas medidas que afectan a la transmisión de valores (art. 11.2, párrafo 2º) o al derecho de voto (art. 11.3, párrafo 2º), esto es, al contenido típico de los pactos parasociales (art.

⁷⁵ DTI, *loc. cit.*, p. 28, en donde se informaba de la propuesta del Gobierno británico en este punto: "... *the UK should not allow companies to take advantage of the reciprocity provisions*". En sentido contrario, v. el art. 3 de la Ley nº 2006-387 francesa, que ha acogido dentro del art. L 233-33 del Código de Comercio la regla de reciprocidad.

114.1 LMV). Con ello se adopta la regla del respeto a que los contratos celebrados bajo la legislación preexistente y válidos conforme a ella, sigan surtiendo todos los efectos según la misma (v. Disposición transitoria segunda CC).

La solución es distinta con respecto a los estatutos de la sociedad, cuyas restricciones a la transmisión de valores o al derecho de voto se verán afectadas, en todo caso por la neutralización, aún cuando hubieran quedado fijadas en los estatutos antes o después de la adopción de la Directiva.

8. La neutralización post-OPA.

Así como la neutralización de las medidas defensivas se concentra en determinados momentos durante la tramitación de una OPA (sea durante el plazo de aceptación o en el marco de la Junta general que puede adoptar medidas una vez presentada la OPA), el art. 11.4 introduce una previsión de desactivación de esas medidas para un momento posterior y una vez que podemos considerar concluida la oferta. Nos situamos ante la conclusión exitosa de la OPA, puesto que el oferente habrá alcanzado un porcentaje superior al 75% del capital con derecho de voto. A esos efectos, lo relevante no es tanto la publicación del resultado positivo (v. art. 27 R.D. 1191/1997), cuanto la liquidación de la OPA (art. 28).

En esta situación, la neutralización persigue permitir que el nuevo titular del control pueda iniciar el uso efectivo del mismo al objeto de modificar los estatutos o alterar la composición del consejo. Es una regla lógica: si la neutralización ha impedido oponer las medidas defensivas en el intento de adquirir el control, sus efectos deben perdurar cuando lo que resta es traducir ese control en acuerdos societarios. De no ser así, la neutralización en conjunto perdería toda su razón de ser puesto que esa imposibilidad de concretar en acuerdos de la Junta general la adquisición del control, desalentaría a posibles oferentes ante la incertidumbre de que la mayoritaria aceptación de la OPA se tradujera, posterior y efectivamente, en una capacidad de ejercitar el control (cfr.

art. 42.1 C.Co.).

La regla de neutralización en este supuesto especial es compleja puesto que parte del reconocimiento a favor del oferente de la facultad de convocar una Junta general de accionistas que permita adoptar los acuerdos antes señalados. Es una disposición excepcional por diversas razones. No se trata de una precisión de la legitimación de solicitar la convocatoria de la Junta que contempla el art. 100.2 LSA a favor de accionistas titulares de, al menos, un 5% del capital social, sino que se establece un derecho personal indiscutible para convocar la Junta a favor del titular de esa participación superior al 75% del capital, no ya como nuevo accionista mayoritario, sino como autor de una oferta que ha merecido una aceptación de los accionistas con el resultado señalado. De manera que esta legitimación tendrá que merecer un reconocimiento expreso, bien en la reforma de la legislación de OPAs (necesariamente dentro del modificado art. 60 LMV) o bien ampliando mediante un supuesto especial las reglas generales de convocatoria de la Junta que establece el citado art. 100 LSA.

Es también una facultad excepcional puesto que puede ser ejercitada en una sola ocasión y con posterioridad a la liquidación de la OPA. El art. 11.4, párrafo 2º *in fine*, dice que la Junta deberá celebrarse “*al menos dos semanas después de su notificación*”, lo que no resulta claro, puesto que no se vislumbra en el precepto de qué notificación se trata y tampoco resulta fácil de encajar tan breve plazo en las disposiciones generales en materia de convocatoria de la Junta general (en especial, tras la reforma del art. 97 LSA por la Disposición Final Primera de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre sobre la sociedad anónima europea).

En todo caso, el derecho a convocar la Junta está objetivamente limitado en cuanto al orden del día de la misma. Éste debe de incluir tan sólo el punto relativo a la modificación de estatutos en aquellos aspectos en donde éstos resultaran limitativos de la transmisibilidad de acciones o del derecho de voto, y a los cambios que en el órgano de administración procedan como consecuencia de la alteración en la titularidad del control, sin que pueda aprovechar el oferente su derecho excepcional para plantear en ese momento a la Junta otras

cuestiones. Es en el marco de esta Junta en el que opera la neutralización post-OPA, que es además especial por cuanto alcanza a todas las medidas defensivas contempladas por la Directiva. Así lo destaca el art. 11.4 al hablar de aquellas restricciones “*contempladas en los apartados 2 y 3*”, es decir, las que tengan su fundamento tanto en los estatutos de la sociedad como en pactos parasociales o acuerdos de otra naturaleza.

9. La compensación derivada de la neutralización.

La complejidad de la neutralización resulta confirmada por la introducción en el art. 11.5 de lo que se califica como una *compensación equitativa*, que supone una indemnización a favor de los titulares de aquellos derechos de fundamento estatutario o convencional, que resultaran suprimidos como consecuencia de los efectos de la neutralización. Ésta no es en sí misma suficiente para dar lugar a dicha compensación. Lo que se dice en el apartado señalado es que ésta debe de ser equitativa puesto que partirá de la existencia de una pérdida por los titulares de los derechos que no han podido ser ejercitados por mor de la efectiva neutralización de las disposiciones estatutarias o de las condiciones contractuales de las que dependía su existencia. La referencia a una pérdida debe de ser entendida como la existencia de un daño patrimonial.

Queda en manos de las legislaciones nacionales el establecimiento de los términos conforme a los que deberá de calcularse esa indemnización y como deberá ser satisfecha. A simple vista se advierte que es ésta una materia particularmente compleja, por lo que supone de afectación de un heterogéneo catálogo derechos en vigor, en función de una determinada orientación normativa o de una posible decisión corporativa⁷⁶.

Con respecto a esa determinación nacional de la compensación prevista por el legislador comunitario, son varias las cuestiones que cabe apuntar. La primera se

⁷⁶ La complejidad se pone de manifiesto en la prudente aproximación del Gobierno británico, que en este apartado se dedicaba principalmente a plantear diversas cuestiones: DTI, *Company Law Implementation*, p. 31.

refiere al obligado al pago. Estamos ante un supuesto de hecho de naturaleza cuasi-expropiatoria, en la medida en que la formulación de una OPA conlleva, conforme a la legislación que acoja el principio de neutralización, una supresión de derechos de determinados accionistas. Pero es una privación especialísima, para empezar, por su carácter provisional y reversible, pues no cabe descartar que finalizada la OPA, las medidas neutralizadas dejarán de estarlo.

El obligado al pago de esa compensación es el oferente. A éste se le impone que explique en el folleto de la oferta *“la compensación ofrecida a cambio de los derechos que puedan quedar suprimidos como resultado de la regla de neutralización ... , especificando la forma en que se abonará la compensación y el método empleado para determinarla”* [art. 6.3, e) de la Directiva]. El oferente será, a la postre, el beneficiario de la ineficacia de las medidas que se traduce en una pérdida de derechos para determinados accionistas. Con ello se establece una compensación a la ventaja que el oferente obtiene a través de la neutralización, lo que sin duda puede operar como un coste adicional de la OPA que lleve al resultado opuesto al pretendido por la Directiva, por sus efectos disuasorios para el lanzamiento de ofertas por el elevado coste añadido que por esta vía vislumbrará el oferente.

No toda neutralización opera como supuesto de hecho que hace nacer el derecho a la compensación que nos ocupa. Habrá que analizar cada OPA y sus efectos a la hora de determinar si concurre la doble condición que acoge el art. 11.5: que se ha producido una suspensión de derechos reconocidos a favor de ciertos accionistas y que de ello ha resultado una pérdida⁷⁷. Dicho lo cual, no creemos fundado el entendimiento de que la compensación pueda entenderse limitada sólo a la neutralización de algunas de las medidas a las que alcanzan los apartados 2 a 4 del art. 11⁷⁸, sino a cualquiera de las hipótesis que esos

⁷⁷ v. GARCIMARTÍN, ALFEREZ, F.J., Revista Española de Derecho Europeo 11 (2004), p. 380.

⁷⁸ GARCIMARTÍN ALFEREZ, F.J., *cit.*, pp. 379-380, destaca la generosa ampliación de esa compensación a todo tipo de medidas anti-OPA, frente a la limitación que al efecto contemplaba la Propuesta de Directiva, que la otorgaba únicamente ante la suspensión de derechos de voto múltiple.

apartados contemplan y en las que se acrediten las condiciones ya apuntadas.

Algunos casos resultan sencillos a la hora de concluir que se ha producido esa supresión e, incluso, en lo relativo a la valoración de la pérdida que debe de ser compensada. Cabe pensar, a modo de ejemplo, en la imposibilidad de ejercer un derecho de tanteo sobre acciones de la sociedad por mor de la neutralización prevista en el art. 11.2. Por el contrario, habrá supuestos de supresión de derechos en los que la valoración será más compleja. Tal sucederá con la neutralización que alcance al derecho de voto⁷⁹. La conversión de un derecho de voto múltiple en un derecho simple, sin duda puede tener una repercusión económico-financiera relevante para los accionistas afectados, pero acreditar la concurrencia de una pérdida patrimonial no resulta ya tan sencillo.

No creemos que quepa plantear compensación alguna allí donde la neutralización lleve aparejada lo que podríamos presentar, quizás no de una manera plenamente rigurosa, como supresión indirecta de derechos. El supuesto más nítido nos lo ofrece la neutralización de restricciones estatutarias al derecho de voto. Dejar sin efecto el precepto que establece una limitación del número máximo de votos atribuidos a un mismo accionista conlleva una correlativa disminución del poder de influir de otros accionistas. Pero esa pérdida de poder de decisión a través del ejercicio de derecho de voto en la Junta general no creemos que, en primer lugar, constituya una supresión de derecho de alguno y que, menos aún, permita alegar una pérdida en aquellos accionistas cuya capacidad de voto ha permanecido inalterada antes y después de la neutralización. Similares consideraciones cabe hacer a quien proponga una compensación por la neutralización de condiciones fijadas en un pacto parasocial con respecto al ejercicio del derecho de voto. No se habrá dado una supresión de derecho, puesto que el efecto directo de la neutralización será devolver a *todos* los firmantes la plena libertad para votar en el sentido que tengan por conveniente.

⁷⁹ En la consulta realizada por el Gobierno británico, fueron mayoría las opiniones partidarias de no reconocer una compensación por la pérdida de derechos de voto: v. "Government Response and Summary of Responses to the Consultative Document", p. 27.

Surge otra duda sobre cuándo ha de satisfacerse esa compensación. Parece razonable que ésta sólo resultará exigible una vez confirmado el éxito de la OPA. Como también creemos que debe aceptarse que, puesto que en algunos casos la compensación puede ser relevante bien por su cuantía, o bien por el número de accionistas legitimados para recibirla, el oferente deberá presentar en su oferta también una garantía por este concepto. Al fin y al cabo, pagar esa compensación es una de las obligaciones resultantes del éxito de la OPA de ineludible cumplimiento por su autor (cfr. art. 11.1 RD 1191\1997).

Finalmente, la supresión de derechos que se base en la previsión opcional contenida en el art. 12.2, es decir, en un acuerdo social partidario de acogerse a los efectos de la neutralización, añade otras consideraciones que resaltan la complejidad de esta cuestión. Debe recordarse que ese precepto equipara el acuerdo de la Junta general en cuestión al procedimiento seguido para cualquier modificación estatutaria. Pues bien, un acuerdo que provoque el *opting in* de la sociedad supondrá una modificación de la situación susceptible de perjudicar a determinados accionistas, lo que nos lleva a un escenario próximo al contemplado por el art. 148 LSA y, por lo tanto, a preguntarnos si en tal caso, aquel acuerdo *opcional* requeriría una solución semejante a lo que ese precepto acoge: el voto a favor de los accionistas cuyos derechos pudieran ser objeto de supresión.

Esa solución no debe acogerse. Primero, por resultar notorio que el supuesto de neutralización no es una modificación estatutaria, con independencia de que afecte a derechos surgidos de los estatutos. En segundo lugar, porque la tutela de los accionistas ante esa supresión se constituye, en lugar de mediante el reconocimiento de un especial poder de decisión a favor de los potenciales perjudicados, mediante la compensación exigida al oferente.