



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

FACULTAD DE DERECHO

TRABAJO FIN DE GRADO

GRADO EN DERECHO

CURSO ACADÉMICO 2017 - 2018

Propuesta de fusión y OPA hostil

Proposta de fusión e OPA hostil

Merger offer and hostile takeover

Autor: Pablo Escariz Rancaño, 4º Curso Grado en Derecho

Tutor: Manuel Areán Lalín

ÍNDICE DE CONTENIDOS

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| ABREVIATURAS | 4 |
| ANTECEDENTES DE HECHO | 5 |
| I. RESPONSABILIDAD DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN ANTE UNA PROPUESTA DE FUSIÓN | 6 |
| 1. La responsabilidad de los administradores en el derecho corporativo de Delaware | 6 |
| 1.1 Los deberes de los administradores y ejecutivos en la Delaware General Corporation Law | 6 |
| A) <i>El deber de cuidado</i> | 6 |
| B) <i>El deber de lealtad</i> | 7 |
| 1.2 La <i>business judgement rule</i> y la <i>Entire Fairness Review</i> en las operaciones de fusión | 8 |
| A) <i>La business judgement rule</i> | 8 |
| B) <i>La Entire Fairness Review</i> | 10 |
| 2. La relación de la responsabilidad fiduciaria del administrador con el caso de estudio | 11 |
| II. EFECTOS LABORALES DE LA OPERACIÓN DE FUSIÓN | 12 |
| 1. La sucesión de empresa en el estatuto de los trabajadores | 12 |
| 1.1 Introducción | 12 |
| 1.2 Definición y caracteres de la operación | 12 |
| 1.3 Efectos de la sucesión de empresa | 14 |
| 2. Efectos y obligaciones del adquirente en las operaciones de activos vs. en las operaciones de acciones. Régimen en caso de fusión | 15 |
| 2.1 Diferencias entre ambos tipos de operaciones | 15 |
| 2.2 El régimen general | 15 |
| A) <i>Régimen de responsabilidad</i> | 15 |
| B) <i>Obligaciones de información y consulta</i> | 16 |
| 3. Régimen en caso de fusión | 17 |
| 4. Especialidad en relación a los contratos de alta dirección | 19 |

| | |
|----------------------------------------------------------------------------------------|-----------|
| III. LA SUCESIÓN EN LA FIGURA DEL CONTRATISTA DEL SECTOR PÚBLICO | 19 |
| 1. El régimen jurídico de la sucesión del contratista | 19 |
| 1.1 Introducción y planteamiento de la figura | 19 |
| 1.2 Régimen jurídico del cambio de control | 20 |
| A) <i>La cesión del contrato</i> | 20 |
| B) <i>La sucesión en la persona del contratista</i> | 22 |
| 2. La sucesión del contratista en los sectores regulados | 24 |
| 2.1 El control administrativo de la sucesión del contratista en los mercados regulados | 24 |
| 2.2 La sucesión del contratista en el sector energético | 24 |
| A) <i>Antecedentes y regulación legal actual</i> | 24 |
| B) <i>La sucesión del contratista en el caso de estudio</i> | 27 |
| IV. LA POSIBILIDAD DE PRESENTAR UNA OPA OBLIGATORIA | 28 |
| 1. La OPA | 28 |
| 1.1 Definición y régimen jurídico de la OPA. La OPA obligatoria | 28 |
| A) <i>Definición del concepto de OPA. Régimen jurídico</i> | 28 |
| B) <i>La OPA obligatoria. Definición y régimen jurídico</i> | 29 |
| 1.2 La OPA obligatoria ante la voluntaria. Diferencias sustanciales y normativas | 30 |
| 2. La OPA obligatoria por toma de control | 32 |
| 2.1 Caracteres de la OPA por adquisición de control | 32 |
| 2.2 Valores a los que va dirigida la OPA por toma de control | 35 |
| 3. Relación de los caracteres de la OPA obligatoria con el caso de estudio | 37 |
| V. MEDIOS DE PROTECCIÓN CONTRA LA OPA HOSTIL | 37 |
| 1. Las medidas de protección | 37 |
| 1.1 Introducción a los medios de defensa | 37 |
| 1.2 Las <i>takeover defenses</i> en la legislación de Delaware | 38 |
| 2. Medios de defensa contemplados en Delaware | 40 |
| 2.1 “Planes de derechos” | 40 |
| 2.2 Previsiones legales anti - adquisición | 41 |

| | |
|----------------------------------------------------------|-----------|
| 2.3 Previsiones de protección estatutarias | 42 |
| 2.4 Acuerdos laborales relativos al cambio de control | 43 |
| A) “Paracaídas dorados” | 43 |
| B) “Paracaídas de hojalata” | 43 |
| 2.5 Respuestas activas a ofertas de adquisición hostiles | 44 |
| A) Venta a un “caballero blanco” - “escudero blanco” | 44 |
| B) “Pac Man” y “Green mail” | 44 |
| C) Venta de las “Joyas de la Corona” | 45 |
| D) Recapitalización | 45 |
| E) Movimiento y escisión | 45 |
| 2.6 Litigación defensiva | 46 |
| CONCLUSIONES FINALES | 47 |
| ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO | 49 |
| APÉNDICE JURISPRUDENCIAL | 50 |

ABREVIATURAS

CNE: Comisión Nacional de la Energía

CNMC: Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia

CNMV: Comisión Nacional del Mercado de Valores

Del.: Delaware

DGCL: Delaware General Corporation Law

ET: Estatuto de los Trabajadores

LCSP: Ley de Contratos del Sector Público

LGSS: Ley General de la Seguridad Social

LME: Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles

LMV: Ley del Mercado de Valores

M&A: Mergers & Acquisitions, Fusiones y Adquisiciones

N.J.: New Jersey

NYSE: New York Stock Exchange

OPA: Oferta Pública de Adquisición

RD: Real Decreto

SAN: Sentencia de la Audiencia Nacional

SEA: Securities Exchange Act

STJUE: Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea

STS: Sentencia del Tribunal Supremo

UTE: Unión Temporal de Empresas

ANTECEDENTES DE HECHO

El caso de estudio en el que se centra este trabajo consiste en una propuesta de fusión y OPA hostil. En él, se presenta a dos compañías: en primer lugar, a Wideknox Company, una S.A norteamericana, constituida y domiciliada en el Estado de Delaware, que se dedica al sector de las energías renovables y, en segundo, a Yanaris S.A, una sociedad española cuyo objeto social está también vinculado al ámbito de las energías renovables, más concretamente a la energía eólica.

En este marco contextual, Yanaris presenta una propuesta de fusión sobre Wideknox en junio de 2016. Tras estudiarla, el Consejo de Administración de Wideknox decide rechazarla, aduciendo motivos como la eventual pérdida de control de los accionistas y la abismal diferencia en el reparto de los beneficios empresariales en forma de dividendos. Notifican el rechazo al consejo de la S.A española, la cual acepta y respeta la decisión.

Tras esto, en la última semana de junio de 2016 -tras el rechazo de la propuesta de fusión por parte de Wideknox- las acciones de la empresa americana en la New York Stock Exchange (NYSE) había aumentado de precio hasta los 20\$, desde los 14\$ a los que cotizaba desde los primeros meses del año. Tras investigar acerca de la propiedad de las acciones de la sociedad, el Consejo descubre que residían en manos de la sociedad española, que siguió comprando hasta hacerse con el 30% de las mismas, por lo que el Consejo de Wideknox decide tomar cartas en el asunto, planteándose aplicar la táctica de la píldora envenenada.

Al hilo de estos hechos, el caso se plantea alrededor de 5 cuestiones:

En primer lugar, de si el Consejo de Administración de Wideknox incumplió sus deberes de cuidado y lealtad al rechazar la propuesta de fusión de Yanaris.

En segundo, en el caso de que ambas empresas fueran españolas y tuviese lugar una fusión, cuáles serían los efectos laborales de la misma, poniendo el foco en la posible subrogación universal.

La tercera cuestión gira alrededor del hecho de que, en el caso de que la fusión inicialmente propuesta fuese aceptada, aprobada y ejecutada, y habida cuenta el objeto social y la actividad de ambas empresas, cuál sería suerte jurídica correrían las concesiones administrativas y licencias de las que ambas empresas disponen para desarrollar la actividad de producción y transporte de energía eólica, y qué requisitos deberían cumplir para mantenerlas.

En cuarto lugar, si, desde el punto de vista del derecho español, Yanaris S.A tendría el deber de presentar una OPA obligatoria.

Por último, se requiere enumerar y definir, desde el punto de vista de la Delaware Corporate Law, cuáles serían los mejores medios de defensa que se podrían utilizar para la protección contra la OPA hostil.

I. RESPONSABILIDAD DEL CONSEJO DE ADMINISTRACIÓN ANTE UNA PROPUESTA DE FUSIÓN

1. LA RESPONSABILIDAD DE LOS ADMINISTRADORES EN EL DERECHO CORPORATIVO DEL ESTADO DE DELAWARE

La responsabilidad de los administradores para con la sociedad, cuyo trasunto en las cotizadas son los propios accionistas, es un punto de intenso debate dentro de la amplia controversia que suscita el gobierno corporativo en general.

Dado que el Estado de Delaware, en general, recoge en su *Delaware General Corporation Law* una legislación que no entra en grandes precisiones sobre el tema, ha sido, como es normal en la tradición jurídica angosajona del *common law*, la jurisprudencia la que ha acabado por moldear el concepto de la responsabilidad fiduciaria del *Board of Directors*, que en España conocemos como Consejo de Administración. En este sentido, el punto de partida del concepto es, desde luego, la DGCL. A partir de la legislación, las precisiones relativas a los pormenores de este deber se ven desgranadas tanto por la opinión jurisprudencial, como por la interpretación de la misma que hace la doctrina.

1.1 Los deberes de los administradores y ejecutivos en la Delaware General Corporation Law

La DGCL establece como eje central de la responsabilidad fiduciaria de los administradores la Sección 141(a), que establece que:

“Los negocios y asuntos de todas las compañías de Delaware son gestionados por o bajo la dirección del Consejo de Administración”.

En el cumplimiento de su deber de gestionar o supervisar la dirección de la corporación, los administradores tienen deberes fiduciarios tanto para con la compañía como respecto a sus accionistas. Estos se resumen en dos: en primer lugar, el deber de cuidado, y, en segundo, el deber de lealtad. Como se puede ver, y dado que esta es la única mención que la ley hace a ellos -como se ve, en términos generales- se hace imprescindible una interpretación más exhaustiva.

A) EL DEBER DE CUIDADO

El más intuitivo de estos dos deberes es el de cuidado: los administradores, en el ejercicio de su autoridad, deben evitar las negligencias de las que ellos mismos sean causantes por su falta de diligencia.

En *Francis v. United Jersey Bank*¹, paradigma de la interpretación de este deber de los administradores, el tribunal considera culpable a la accionista mayoritaria y consejera de una sociedad en concurso de haberlo violado. En la sentencia, se establece que para que haya una violación del deber de cuidado, deben existir tres cosas: un deber, una violación del mismo, y un daño al demandante.

¹ 87 N.J. 15, 432 A.2d 814 (1981), Supreme Court of New Jersey. En esta sentencia, el United New Jersey Bank demanda a Mrs. Pritchard, administradora de una compañía de reaseguros quebrada. El banco, administrador concursal, la demanda por dejación de su deber de cuidado. Esta mujer, que se había convertido en administradora tras el fallecimiento de su marido, había caído en la bebida y no había prestado ningún tipo de atención a la compañía, que sus dos hijos habían acabado por quebrar.

En este caso, tanto en la legislación federal estadounidense - la *Securities Exchange Act* de 1934- se contempla que los administradores serán aquellos encargados de la gestión de la compañía. Así, el tribunal entiende que este tipo de preceptos -aunque este caso emana de un tribunal del Estado de New Jersey, la legislación corporativa de Delaware también contempla, como se ha dicho, este particular- lo que presuponen es que el administrador actúe con un grado de diligencia, cuidado y pericia igual que el que el hombre medio ideal considera que habría de tener en tal circunstancia.

Así, se puede ver que, *grosso modo*, este deber de cuidado no es más que el estándar de diligencia requerido en cualquier caso de responsabilidad civil. Sin embargo, no puede entenderse sin el concurso del deber de lealtad, cuya conjunción da lugar a la formación de los estándares de conducta de los administradores, que tendrán una presencia muy destacada en las operaciones de M&A: estos son la *business judgement rule* y la *Entire Fairness Review*.

B) EL DEBER DE LEALTAD

La matización de este deber parte de los reproches hacia aquellos administradores que, en vez de velar por los intereses de la compañía que dirigían, antepusieron los suyos a estos. Es decir, el deber de lealtad nace de la delimitación del alcance de la avaricia y el desplazamiento a un segundo plano de los intereses societarios ante los del propio consejero o administrador.

Aunque pueda ocurrir en un número amplio de contextos, la doctrina americana, al igual que la jurisprudencia, han clasificado la violación de este deber en dos conductas especialmente reprochables, que tendrán, desde luego, sus variaciones, pero para GEVURTZ gravitan alrededor de los mismos puntos: en primer lugar, y como riesgo más obvio, se encuentra aquel en que el administrador tiene en cuenta sus propios intereses financieros antes que los de la compañía en el momento de suscribir un contrato con la misma; y en segundo, el momento en el cual el administrador conoce de una oportunidad de negocio beneficiosa para la compañía y la aprovecha para sí².

Suponiendo que un administrador o ejecutivo de la sociedad posee una propiedad, o puede suministrar servicios o capital a la empresa, podrían suscribir un contrato por el cual este provee de aquellos a la sociedad a cambio de una contraprestación, que puede ser dineraria, en forma de acciones o en cualquier otra forma. De igual manera, la compañía, que podría tener ciertos activos que no necesita, podría vendérselos a uno o varios consejeros.

Dado que la gestión de estos asuntos compete a los administradores o a quien lo haga bajo su mandato, si este se encuentra a los dos lados del contrato, hay un conflicto de intereses patente.

Sin embargo, este no es el conflicto que resulta reseñable en relación a estas operaciones de M&A, sino que la problemática al respecto se da en los casos en los que el administrador, a la hora de revisar la propuesta de fusión, o la oferta de adquisición, antepone su beneficio al de la sociedad.

Así, a través de una amplia serie de casos que tocan de lleno las deslealtades en este tipo de procesos, ha llegado a establecerse un estándar de conducta para los administradores, que no sólo incluye este deber de lealtad, sino que integra en la misma regla tanto a este

² GEVURTZ, F.: *Corporation Law*, West, Saint Paul, 2010, p. 341

como al deber de cuidado, creando lo que sea llama la *business judgement rule*, que viene matizada por la *Entire Fairness Review*.

Estos dos conceptos no son más que un rasero en el que se aúnan todos los deberes fiduciarios de los administradores en un mismo cuerpo normativo, que servirá de “vara de medir”.

1.2 La *business judgement rule* y la *Entire Fairness Review* en las operaciones de fusión

A) LA BUSINESS JUDGEMENT RULE

Como ya se ha comentado anteriormente, la *business judgment rule* es utilizada por los tribunales para la revisión de la responsabilidad fiduciaria en estas operaciones. En algunos casos, a pesar de todo, estos utilizan una regla sino más dura con más matices, lo que ha ido transformando este concepto, antes indeterminado, en toda una larga lista de ítems relevantes para el estudio de cada caso.

Los casos más relevantes al respecto -y que tendrán también aplicación en cuestiones venideras- son el de *Unocal v. Mesa Petroleum*³ y el de *Revlon v. MacAndrews*⁴, en los que, según GUERRA TREVIJANO, “los tribunales establecieron unos estándares de revisión de la diligencia de los administradores más exigentes que la tradicional *business judgment rule*, especialmente en los casos de adquisiciones y tomas de control hostiles y medidas defensivas contra éstas, y cuya doctrina se ha venido reafirmando hasta la actualidad, lo que ha originado la evolución del estándar de revisión de la diligencia debida por los administradores en el contexto de las operaciones de M&A”.⁵

Para comenzar, cabe hablar del enfoque del deber de cuidado de los administradores en este tipo de operaciones societarias. En este contexto, la diligencia debida por los administradores se concreta en dos obligaciones distintas: en primer lugar, deben informarse antes de adoptar ninguna decisión, y, en segundo, deben informar a los accionistas cuando estén decididos a adoptarla.

En relación a esta exigencia de información, los tribunales de Delaware, en su interpretación de la *business judgement rule*, han tendido siempre a restringir la responsabilidad de los administradores al respecto.

Es muy relevante el caso *Aronson v. Lewis*⁶, que fija cuatro condiciones para impedir que la gestión de los administradores sea revisada:

Primero, y como textualmente establece la sentencia: “*La business judgment rule operará únicamente en el contexto de una decisión del administrador. Técnicamente, no tendrá cabida cuando los administradores hayan renunciado a sus funciones, o cuando conscientemente hayan obviado una decisión que debían tomar. Sin embargo, también es cierto que si se actuó en virtud de los principios aplicables, una decisión consciente de no actuar se considerará un ejercicio válido de juicio empresarial y gozará de la protección de la regla*”.

³ Del. 493 A.2d 946 (1985), Supreme Court of Delaware

⁴ Del. 506 A.2d 173 (1986), Supreme Court of Delaware

⁵ GUERRA TREVIJANO, C.: “La business judgement rule en los procesos de M&A”, en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, 2010, p. 5

⁶ Del. 473 A.2d 805 (1984), Supreme Court of Delaware

En segundo lugar, la decisión hubo de ser tomada en base a toda la información que los administradores razonablemente pudieran haber obtenido -mas no aquellos “*fuera de su alcance*”- como también establece el tribunal en *Brehm v. Eisner*⁷.

En tercero, esta ha de ser tomada con la buena fe como principio rector y, por último, la actuación de aquellos que sean competentes para tomar la decisión deben hacerlo de manera “*independiente y desinteresada*” - de nuevo, *Aronson v. Lewis* en ambos casos-.

Dado que, como se ha visto, la *business judgement rule* impide la revisión cuando, en principio, los administradores han obrado con buena fe y teniendo en cuenta el mayor beneficio de la sociedad, como apunta GUERRA TREVIJANO, los tribunales tuvieron que hacer frente a la dicotomía que suponía, por un lado, mantener las medidas que constituían parte de la estrategia empresarial y, por otro, dejar sin efecto aquellas tácticas que, enmascaradas bajo la apariencia de medidas de protección de los intereses de la sociedad y de sus socios, no eran más que un “enrocamiento” de los administradores⁸.

El problema reside en determinar hasta qué punto la exoneración de responsabilidad es admisible o si, por el contrario, se debían aplicar unos nuevos estándares de responsabilidad, dado que la discrecionalidad del administrador en estos casos es muy amplia, y en muchas ocasiones antepone su beneficio personal a todas las demás consideraciones. Así, la regla ha pasado a utilizarse caso por caso, con ese doble propósito de prevenir abusos y evitar una restricción excesiva de la discrecionalidad.

Esta interpretación tiene su punto de partida, desde los años 80, en la sentencia *Smith v. Van Gorkom*⁹. En este caso se declaró responsables a los administradores de una empresa denominada Trans Union¹⁰ por daños causados a la sociedad tras una propuesta de fusión. El tribunal no admitió la aplicación de la *business judgment rule* para exonerar de responsabilidad a los administradores, considerando que estos habían vulnerado su deber de diligencia por no informarse de manera suficiente sobre la operación, su desarrollo, conveniencia y consecuencias para los intereses de la sociedad y sus accionistas. Todo ello constituyó, a juicio del tribunal, una negligencia grave. En dicho caso, el CEO de la compañía -que tenía serios problemas de insolvencia- presentó al Consejo una oferta de adquisición, explicando las condiciones del acuerdo de manera general, pero sin presentar al resto de miembros documentación relevante a los pormenores de la operación.

Los tribunales entendieron que todos los administradores incumplieron su deber de diligencia, al no informarse de manera adecuada acerca de todos los aspectos relevantes tanto a la hora de firmar el acuerdo de adquisición como para recomendar la fusión. Esta sentencia supone el establecimiento de un deber de diligencia en el que se exige que los administradores, a la hora de tomar una decisión, lleven a cabo un proceso de obtención de información de forma diligente. De hecho, el tribunal entiende que “*el hecho de no estar informado supone una vulneración del deber de diligencia*” y que tal exigencia de diligencia se refiere, fundamentalmente, al proceso de “*obtención de toda la información que razonablemente pudieron obtener*”.

⁷ Del. 746 A.2d 244 (2000), Supreme Court of Delaware

⁸ GUERRA TREVIJANO, *op. cit.*, p. 8

⁹ Del. 488 A.2d 858 (1985), Supreme Court of Delaware

¹⁰ En este caso, los administradores se enfrentaban a una oferta de fusión *cash - out*, que consiste, de manera sintética, en entregar una contraprestación dineraria a los accionistas minoritarios de la sociedad *target* en vez de acciones de la nueva sociedad, por lo que así se conseguía su salida del capital social

Esta interpretación de la responsabilidad de los administradores provocó un cambio de paradigma en el escrutinio de la actividad de los mismos. De un sistema en el que se presuponía que su actuación había tenido lugar obrando conforme a los principios de buena fe, cuidado, lealtad y búsqueda del mayor beneficio para la sociedad, se pasó a uno en el que, superada esta presunción, la carga de la prueba pasa a los administradores, que son los que tienen que probar que su actuación viene motivada precisamente por estos principios vertebradores. Es así como esta *business judgement rule* viene complementada con la *Entire Fairness Review*.

Adicionalmente, cuando la mayoría de consejeros tengan interés material personal en la transacción (o falta de independencia porque están vinculados a otros consejeros o a accionistas que no la tienen), estos normalmente, como apuntan WARREN y ARONSTAM, tienen la carga de la prueba para demostrar que la transacción es completamente justa para la sociedad y sus accionistas, desterrando cualquier sombra de duda acerca del beneficio que podrían encontrar ellos en la operación -normalmente mantenerse en sus cargos o recibir una cuantiosa prestación económica-. Lo mismo ocurre en casos en que se presenta una OPA contra la compañía y los consejeros deciden implementar -o dejar de hacerlo- medidas defensivas¹¹.

B) LA ENTIRE FAIRNESS REVIEW

La particularidad de este estándar de revisión es que la carga de la prueba no recae sobre los demandantes, sino sobre la parte demandada, que habrá de probar la “equidad” de la decisión adoptada. Al efecto de evaluar la conducta, se utilizarán las mismas reglas que para construir la *business judgement rule*.

Partiendo de aquellas, los tribunales del Estado de Delaware establecen una serie de casos en los que es preceptivo utilizarla en vez de la propia *business judgement rule*. Comenzó a construirse en el ya citado caso *Aronson v. Lewis*, en el que la Corte Suprema de Delaware contempló por primera vez transmitir la carga de la prueba al demandado -en este caso el administrador de una sociedad demandado por el gasto de activos corporativos- y, tras esto, los distintos tribunales del Estado han ido ampliando los supuestos de aplicación de la misma. Su ámbito de aplicación suele circunscribirse a los casos en que hay “*consejeros interesados*” -designados por una de las partes en la operación, la ya citada dependencia- o inversores de control, dado que en estos casos la probabilidad de que exista un conflicto de intereses y el administrador no se comporte con total arreglo a su posición es mayor. En este sentido, *Eisner v. Brehm* supone una piedra de toque de este estándar, dado que completa lo que la Corte propugna en el antes citado caso.

En ciertas circunstancias, la carga de la prueba puede ser transmitida de nuevo a la parte demandante, si para tomar la decisión litigosa se utilizan ciertos procedimientos especiales, como la creación de un comité independiente dentro del consejo -como en *In Re John Q. Hammons Hotels Inc. S’Holder Lit.*¹²- o la aprobación de esta por una mayoría de los accionistas minoritarios -como en *Kahn v. Lynch Communication Systems*¹³- que la validen¹⁴

¹¹ WARREN, I. y ARONSTAM, B.: “Delaware’s Business Judgement Rule and Varying Standards of Judicial Review for Assessing Director Conduct in M&A Transactions” en *The Canadian Institute*, Noviembre 2007, pp. 4 - 7

¹² Civil Action No. 758-CC. (Del. Ch. Mar. 25, 2009), Delaware Chancery Court

¹³ Del. 638 A.2d 1110 (1994), Supreme Court of Delaware

2. LA RELACIÓN DE LA RESPONSABILIDAD FIDUCIARIA DEL ADMINISTRADOR CON EL CASO DE ESTUDIO

Como punto de partida hay que tomar la Sección 251 de la DGCL, que establece ciertas acciones como obligatorias para los administradores para la sociedad a la que se propone la fusión.

Así, la 251(a), establece lo siguiente:

“(b) El consejo de administración de cada sociedad que desea fusionarse (...) debe adoptar una resolución aprobando el acuerdo de fusión (...) y declarando su conveniencia”.

Por su parte, en la 251(c) impone la obligación de comunicación del acuerdo a los accionistas de esta manera:

“(c) el acuerdo requerido por la subsección (b) de esta sección debe ser enviado a los accionistas (...) con el fin de tomar una decisión al respecto en una Junta General ordinaria o extraordinaria.(...) La comunicación debe contener una copia del acuerdo o un breve resumen del mismo. En la Junta, el acuerdo será considerado y se votará acerca de su adopción o rechazo.”

En resumen, los administradores de WIDEKNOX tendrían que haber comunicado a los accionistas la decisión que hubieran tomado en relación a la propuesta, en línea con sus deberes fiduciarios, que debe justificar su actuación y la conveniencia de la misma en estos casos sensibles, lo que en este puede suponer dos cosas.

Dado que en el caso de estudio no se especifica si el Consejo ha transmitido esta información a los accionistas, se puede hacer una interpretación distinta según se entienda que lo han hecho o no.

En caso de que la comunicación nunca hubiese tenido lugar, como es obvio, los administradores no habrían cumplido con su deber de cuidado. Recordando el caso *Francis v. United New Jersey Bank*, cuando estos tienen un deber -comunicar su decisión a los accionistas-, existe una violación del mismo por su parte -no existe dicha comunicación- y se ha producido un daño efectivo, como es el caso, los consejeros serían responsables de no haber cumplido con su deber para con los accionistas y la sociedad, por lo que es muy posible que su culpabilidad quedase probada.

Sin embargo, si la comunicación sí hubiese tenido lugar, el enfoque sería completamente distinto. Dado el caso, el deber de cuidado de los administradores habría sido satisfecho, por lo que sería el deber de lealtad sobre el que habría que poner el foco. Este deber de lealtad se resume en la *Entire Fairness Review*, por la que los administradores tienen que demostrar que han obrado siguiendo los principios rectores de la *business judgement rule*.

En primer lugar, parece que han satisfecho de manera suficiente su deber de recabar información. Así, aducen, entre los motivos para rechazar la operación, la política de

¹⁴ Para ahondar más en todos los casos en los que se aplica la *Entire Fairness Review*, que a día de hoy se cuentan en más de una docena, acudir preferentemente a LITTLE, R. y ORIEN, J.: “Determining the Likely Standard of Review in Delaware M&A Transactions” en *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, Harvard Law School, 2017

reparto de dividendos. Para conocer de este particular, el Consejo de la empresa de Delaware tendría que haberse informado, y tendría que haber investigado de manera más o menos somera.

Con respecto a tener en cuenta los intereses de los accionistas y de obrar conforme a la buena fe, el que puede ser el aspecto sobre el que más dudas planean, se puede entender que han obrado con diligencia suficiente, lo que se refleja en dos cuestiones: en primer lugar, la consciencia de que, de llevarse a cabo la fusión, los accionistas pasarían a ver su participación diluida en la nueva sociedad, y el disgusto con la política de reparto de los beneficios empresariales, suponen un “desvelo” de los administradores por los accionistas a los que representan. Es decir, si hubiesen aceptado el acuerdo, podría existir justificación para ello, sin embargo, la opción de rechazar la fusión teniendo en cuenta al accionariado para que no pierda ni en el reparto de beneficios ni en su presencia en el capital social demuestran un especial celo, por lo que en este caso, parece que sí que han cumplido sus deberes fiduciarios.

II. EFECTOS LABORALES DE LA OPERACIÓN DE FUSIÓN

1. LA SUCESIÓN DE EMPRESA EN EL ESTATUTO DE LOS TRABAJADORES

1.1 Introducción

Dentro de las operaciones de reestructuración empresarial, la regulación de la suerte que correrán las relaciones laborales de la sociedad absorbida tiene especial relevancia. Por ello, el Estatuto de los Trabajadores dedica su artículo 44 a este tema exclusivamente.

Garantizar la seguridad jurídica para los trabajadores y salvaguardar sus derechos es el motivo rector de la legislación, que complementa de manera unidireccional, la jurisprudencia.

La posición del adquirente ante los trabajadores y sus derechos será diferente según estemos ante una operación en la que lo que se transmiten son activos de la empresa adquirida, o una en la que lo que se transmiten son acciones. Además, existen previsiones especiales para los casos de fusión y para operar ante los contratos de alta dirección.

1.2 Definición y caracteres de la operación

La sucesión de empresas viene recogida, como ya se ha dicho, en el artículo 44 del *Estatuto de los Trabajadores*¹⁵. En él queda patente la voluntad del legislador de mantener los empleos existentes en ambas sociedades -teniendo en cuenta todas las condiciones constitutivas de la relación laboral, como las de antigüedad, blindajes y cualquier otro particular- en el momento exactamente anterior a que se produzca la reestructuración, con el fin de que esa preservación haga que sigan existiendo en el momento exactamente posterior.

¹⁵ BOE núm. 255, de 24/10/2015

Más adelante se verá que ello no obra en perjuicio de que la nueva sociedad –o la absorbente, en algunos casos- ejerza sus derechos de estructuración de una nueva plantilla. En general, la legislación persigue no sólo la conservación del empleo, sino la preservación de beneficios para que, bien si se mantienen los puestos preexistentes las ventajas ganadas por el trabajador sean objeto de percepción por el mismo; bien, dado el caso de que se produzca una reestructuración laboral, como ocurre en multitud de ocasiones, los trabajadores puedan disfrutar o de los blindajes que poseían anteriormente o de su antigüedad para percibir una indemnización acorde a estos, entre otras cosas.

En este caso, dada la claridad del articulado, el margen para la interpretación del precepto es limitado. Sin embargo, hay ciertos aspectos del mismo que merecen un comentario individualizado.

Así, el artículo 44 ET dice lo siguiente:

“1. El cambio de titularidad de una empresa, de un centro de trabajo o de una unidad productiva autónoma no extinguirá por sí mismo la relación laboral, quedando el nuevo empresario subrogado en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior, incluyendo los compromisos de pensiones, en los términos previstos en su normativa específica, y, en general, cuantas obligaciones en materia de protección social complementaria hubiere adquirido el cedente.

2. A los efectos de lo previsto en este artículo, se considerará que existe sucesión de empresa cuando la transmisión afecte a una entidad económica que mantenga su identidad, entendida como un conjunto de medios organizados a fin de llevar a cabo una actividad económica, esencial o accesoria.

Para que el artículo 44 pueda desplegar sus efectos, habrá que atenerse a su apartado 1. Este establece una distinción entre los casos en los que es posible hablar de sucesión de empresas, a saber: tiene que existir la cesión de la titularidad de la empresa, del centro de trabajo o de un centro productivo autónomo. Se puede observar así que no sólo son susceptibles de aplicación de esta disposición las transmisiones de la empresa en su totalidad, sino que es relevante que el objeto de la transmisión sea *“una entidad económica que mantenga su identidad, entendida como un conjunto de medios organizados a fin de llevar a cabo una actividad económica, esencial o accesoria”*.

Esta definición la completa el Tribunal Supremo en su Sentencia de 27 de octubre 1994¹⁶, en la que da la consideración de entidad económica a aquellos medios que constituyan *“un conjunto de elementos patrimoniales susceptible de una explotación económica independiente, capaz de ofrecer bienes y servicios al mercado”*.

Como bien establecen en este sentido GARCÍA-PERROTE ESCARTÍN y BARROS GARCÍA¹⁷, la mera sucesión en una actividad económica sin la transmisión de elementos materiales o inmateriales necesarios para su desenvolvimiento o la mera transmisión de elementos patrimoniales aislados que no permiten por sí mismos realizar una actividad económica en el mercado no dan lugar a sucesión de empresa.

¹⁶ STS 27 de octubre de 1994 [RJ 3724/1993]

¹⁷ GARCÍA - PERROTE ESCARTÍN, I. y BARROS GARCÍA, M. : “Aspectos laborales de las adquisiciones de empresas”, en AA VV *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R.), Ed. La Ley, Madrid, pp. 1047 - 1073

Con mucha precisión apuntan que el caso paradigmático de esta transmisión de elementos patrimoniales aislados es la enajenación de un inmueble en el que se desarrolla una actividad hotelera –y ello a pesar del relevante valor económico del inmueble y su importancia entre el conjunto de los activos de la empresa-. No existirá sucesión de empresa si el objeto de la transmisión es el “*inmueble desnudo*”, sin los enseres, maquinaria y equipos necesarios para el desarrollo de esta actividad (*vid.* Sentencias del Tribunal Supremo en el asunto “Hotel Las Dunas” que arranca con las tres del 24 de septiembre de 2012).

De la misma forma, la sucesión de empresa puede ser el resultado de un único negocio jurídico o derivar de un conjunto de ellos, incluso entre diferentes partes.

1.3 Efectos de la sucesión de empresa

Como ya se ha referido anteriormente, el principal efecto de la sucesión de empresas sobre las relaciones laborales es el mantenimiento de los contratos de los trabajadores afectados, y el establecimiento de un régimen de responsabilidad entre el empresario cedente y el cesionario.

Así, y de modo general, el adquirente se subrogará “*en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social del anterior, incluyendo los compromisos de pensiones, en los términos previstos en su normativa específica, y, en general, cuantas obligaciones en materia de protección social complementaria hubiere adquirido el cedente*” a la luz del art. 44.1 ET.

La sucesión, como se ve, no produce la extinción de la relación laboral preexistente entre la sociedad adquirida y sus trabajadores. Es más, obliga al empresario que absorba la anterior a mantenerlas de la misma manera en que estaban instrumentadas, impidiendo la modificación de los elementos esenciales del contrato, e incluyendo también las obligaciones de pagos a la Seguridad Social y en materia de pensiones.

Es de destacar que, si bien esta obligación de mantener, en un primer momento, las relaciones jurídico – laborales tal y como estaban, no excluye la posibilidad de que el empresario, dada la reestructuración llevada a cabo, decida realizar ciertas modificaciones en la plantilla, sea despidiendo a trabajadores o de cualquier otra forma, siguiendo los procedimientos pertinentes. A pesar de esta afirmación, cierta corriente jurisprudencial ha venido blindando a los empleados en este sentido, como por ejemplo en la Sentencia de la Sala de lo Social de la Audiencia Nacional del 14 de julio de 2014¹⁸. Durante el proceso de reestructuración, no se precisa del consentimiento de los trabajadores para llevar a cabo la operación, lo que saca de la ecuación la posibilidad de que estos resuelvan su contrato -percibiendo una indemnización- escudándose en esta causa, exceptuando a los trabajadores ligados a la empresa por contratos de alta dirección¹⁹.

Es importante hacer referencia a que las relaciones laborales que se encuentren suspendidas en el momento de la sucesión también entran a formar parte del campo de

¹⁸ SAN 14 de julio de 2014 [RJ 3210/2014]

¹⁹ GARCÍA - PERROTE ESCARTÍN, I. y BARROS GARCÍA, M.: “Aspectos laborales de las adquisiciones de empresas”, *op. cit.*, pp. 1047 - 1074

actuación de la subrogación, lo que ratifican sentencias como la de la Sala de lo Social del Tribunal Supremo del 10 de junio de 2016²⁰.

2. EFECTOS Y OBLIGACIONES DEL ADQUIRENTE EN LAS OPERACIONES DE ACTIVOS VS. EN LAS OPERACIONES DE ACCIONES. RÉGIMEN EN CASO DE FUSIÓN

2.1 Diferencias entre ambos tipos de operaciones

Esta diferenciación entre tipos de operaciones de adquisición empresarial tiene una relevancia capital por un motivo muy sencillo, y es que la mera transmisión de acciones de una sociedad no supone sucesión de empresas –un hecho que también cobrará importancia más adelante en este trabajo-, aunque pueda determinar un cambio en el control del capital social.

Es posible, de esta forma, que los accionistas cambien a lo largo del tiempo –es lo más común- pero la persona jurídica que es la empresa sigue siendo la misma, por lo que la transmisión no constituye ninguna sucesión. DESDENTADO BONETE²¹ cita la Sentencia del Tribunal Supremo de 30 de Abril de 1999²² como axioma que permite entender este concepto. Además, para él, “*La distinción entre sucesión e incorporación a un grupo se establece en la STS 22.3.1991 (RJ 1891) y en la STS 30.4.1999, sobre el caso Iberia / Aviaco: en el grupo las distintas sociedades, que tienen la condición de empresario, mantienen esa condición, salvo que se produzca una actuación empresarial conjunta del grupo como tal*”.

Toda vez que en estas operaciones no hay ningún tipo de especialidad, el estudio se centrará en las operaciones de activos, con énfasis en los casos de fusión, como es el de estudio.

2.2 El régimen general

Para todas las operaciones de activos existe un régimen general para con los trabajadores, que obrará para todas ellas, sin perjuicio de que a alguna se le apliquen ciertas disposiciones especiales. Este régimen de responsabilidades está dividido en 2 grupos: en primer lugar, la responsabilidad general; y en segundo, las obligaciones de información y consulta.

A) RÉGIMEN DE RESPONSABILIDAD

a) Responsabilidad por obligaciones laborales

El art. 44.3 ET dispone que tanto el cedente como el cesionario responderán durante 3 años de las obligaciones laborales -tanto de los contratos de trabajo como de otras obligaciones derivadas de estos, como indemnizaciones por despido o cantidades adeudadas- nacidas con anterioridad a la transmisión y que no hubieran sido satisfechas.

²⁰ STS 10 de junio de 2016 [RJ 3597/2016]

²¹ DESDENTADO BONETE, A.: “La sucesión de empresa: Una lectura del nuevo art. 44 del Estatuto de los Trabajadores desde la jurisprudencia”, *Revista del Ministerio de Trabajo e Inmigración*, 38, 2002, pp. 241 - 266

²² STS 30 de abril de 1999 [RJ 4660/13]

Además de ello, responderán también de las obligaciones nacidas con posterioridad “cuando la cesión fuese declarada delito”.

b) Responsabilidad en materia de Seguridad Social

En este caso, los arts. 168.2 y 142.1 de la Ley 8/2015, de 30 de octubre, *General de la Seguridad Social*²³ establecen la responsabilidad solidaria de las partes involucradas en la sucesión por las deudas generadas anteriormente a esta.

Adicionalmente, el art. 168.2 LGSS dispone que reglamentariamente se regulará la expedición de certificados por la Administración de la Seguridad Social que impliquen garantía de no responsabilidad para los adquirentes

c) Otras cuestiones relevantes

La responsabilidad solidaria del adquirente por las obligaciones salariales y de seguridad social anteriores a la transmisión constituye un supuesto de responsabilidad sin obligación. El adquirente no tiene la condición de obligado en la relación obligacional de la que trae causa la responsabilidad, ya que ni siquiera era parte en el contrato de trabajo en el momento en el que se generó la obligación. Sin embargo, al producirse la transmisión, se impone la responsabilidad al adquirente²⁴.

B) OBLIGACIONES DE INFORMACIÓN Y CONSULTA

a) Obligación de información

La empresa cedente y la cesionaria tienen la obligación de informar a los representantes legales de sus trabajadores afectados por el cambio de titularidad de la empresa de una serie de extremos que se detallan en el apartado sexto del art. 44 ET, siendo estos la “*fecha prevista de la transmisión*”, los “*motivos de la transmisión*”, las “*consecuencias jurídicas, económicas y sociales, para los trabajadores, de la transmisión*”, y las “*medidas previstas respecto de los trabajadores*”.

En caso de que no exista un representante legal de los trabajadores, la información deberá ser suministrada a los que pudieran resultar afectados por la transmisión.

Además, está deberá ser proporcionada “*con la suficiente antelación, antes de la realización de la transmisión*”.

b) Obligación de consulta

La parte que prevea adoptar “*medidas en relación con sus trabajadores*” deberá iniciar un periodo de consultas con sus representantes legales sobre las medidas previstas y sus consecuencias para los mismos.

En caso de que no exista un representante, esta obligación de consulta no es aplicable. Sin embargo, en este caso, una vez que se prevén ciertas medidas con respecto a los

²³ BOE núm. 261, de 31/10/2015

²⁴ GARCÍA - PERROTE ESCARTÍN, I. y GARCÍA BARROS, M.: “Aspectos laborales de las adquisiciones de empresas, *op. cit.*, pp. 1047 - 1074

trabajadores -como traslados colectivos o modificaciones sustanciales de las condiciones de trabajo de carácter colectivo- el propio Estatuto de los Trabajadores contempla ya el nombramiento de representantes *ad hoc* para que puedan actuar como interlocutores en el proceso. Al referirse a modificaciones sustanciales, en un principio, excluye aquellas medidas cuya adopción queda al amparo del poder de organización del empresario, como ajustes de funciones de los trabajadores, por ejemplo.

Durante el periodo de consultas, las partes deberán negociar de buena fe, con ánimo de llegar a un acuerdo.

c) Emisión de informe por los representantes legales de los trabajadores

El comité de empresa, al amparo del art. 64.5.d) ET, tiene derecho a emitir un informe, con carácter previo a la ejecución por parte del empresario de las decisiones que haya adoptado, sobre los procesos que impliquen cualquier incidencia que pueda afectar al volumen de empleo.

Dicho documento no tiene carácter vinculante, y deberá elaborarse en el plazo máximo de quince días desde que haya sido solicitado y remitidas las informaciones correspondientes.

3. RÉGIMEN EN CASO DE FUSIÓN

Una vez tratado el régimen general, es preceptivo definir, según la Ley 3/2009, de 3 de abril, *de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles*²⁵, la fusión y la relevancia con respecto a la subrogación de los contratos de trabajo que supone.

Esta operación viene definida en el art. 22, en el que se establece que:

“En virtud de la fusión, dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios”.

Según el tenor literal del artículo, en la fusión, los patrimonios de ambas sociedades se transmiten intactos a la nueva sociedad, por lo que es lógico pensar que, en el caso de una fusión por absorción, como el que nos ocupa - definida en el art. 23.2 LME de la siguiente manera: “2. Si la fusión hubiese de resultar de la absorción de una o más sociedades por otra ya existente, ésta adquirirá por sucesión universal los patrimonios de las sociedades absorbidas, que se extinguirán, aumentando, en su caso, el capital social de la sociedad absorbente en la cuantía que proceda” los contratos de trabajo - que, por supuestos, forman parte de este patrimonio social- se subrogan tanto en la empresa absorbente -que mantiene su personalidad jurídica- como en la absorbida -que transmite su patrimonio-.

Para refrendar lo expuesto anteriormente, en los casos de fusión obra un régimen especial, supletorio de este, que más que contradecir, complementa los principios generales de las obligaciones y la responsabilidad del empresario adquirente.

La LME dispone, en su Disposición Adicional Primera, que:

²⁵ BOE núm. 82, de 04/04/2009

1. *Lo previsto en esta Ley se entiende sin perjuicio de los derechos de información y consulta de los trabajadores previstos en la legislación laboral.*
2. *En el supuesto de que las modificaciones estructurales reguladas en esta Ley comporten un cambio en la titularidad de la empresa, de un centro de trabajo o de una unidad productiva autónoma, serán de aplicación las previsiones recogidas en el artículo 44 del Texto Refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/1995, de 24 de marzo.”*

El apartado 8 del artículo 44 ET, que se encuentra escrito en páginas anteriores, establece un momento específico en el que se ha de proporcionar a los trabajadores la información prevista, que será cuando se publique la convocatoria de las juntas generales a las que haya de someterse la aprobación de la fusión o escisión, que deberán comunicarse o convocarse, al menos con un mes de antelación, como disponen los artículos 40.2 y 73.1 LME.

Además, en el artículo 39 del mismo texto, en sus apartados 1 y 2 establece otra previsión legal de información a los representantes de los trabajadores.

Así, tenemos que:

“1. Antes de la publicación del anuncio de convocatoria de las juntas de socios que hayan de resolver sobre la fusión o de la comunicación individual de ese anuncio a los socios, los administradores deberán insertar en la página web de la sociedad, con posibilidad de descargarlos e imprimirlos o, si no tuviera página web, poner a disposición de los socios, obligacionistas, titulares de derechos especiales y de los representantes de los trabajadores, en el domicilio social, los siguientes documentos:

1.º El proyecto común de fusión.

2.º En su caso, los informes de los administradores de cada una de las sociedades sobre el proyecto de fusión.

3.º En su caso, los informes de los expertos independientes.

4.º Las cuentas anuales y los informes de gestión de los tres últimos ejercicios, así como los correspondientes informes de los auditores de cuentas de las sociedades en las que fueran legalmente exigibles.

5.º El balance de fusión de cada una de las sociedades, cuando sea distinto del último balance anual aprobado, acompañado, si fuera exigible, del informe de auditoría o, en el caso de fusión de sociedades cotizadas, el informe financiero semestral por el que el balance se hubiera sustituido.

6.º Los estatutos sociales vigentes incorporados a escritura pública y, en su caso, los pactos relevantes que vayan a constar en documento público.

7.º El proyecto de escritura de constitución de la nueva sociedad o, si se trata de una absorción, el texto íntegro de los estatutos de la sociedad absorbente o, a falta de estos, de la escritura por la que se rija, incluyendo destacadamente las modificaciones que hayan de introducirse.

8.º La identidad de los administradores de las sociedades que participan en la fusión, la fecha desde la que desempeñan sus cargos y, en su caso, las mismas indicaciones de quienes vayan a ser propuestos como administradores como consecuencia de la fusión.

2. Si la sociedad no tuviera página web, los socios, los obligacionistas, los titulares de derechos especiales y los representantes de los trabajadores que así lo soliciten por cualquier medio admitido en Derecho tendrán derecho al examen en el domicilio social de copia íntegra de los documentos a que se refiere el apartado anterior, así como a la entrega o al envío gratuitos de un ejemplar de cada uno de ellos.”

4. ESPECIALIDADES EN RELACIÓN A LOS CONTRATOS DE ALTA DIRECCIÓN

Para tratar lo que ocurre con los contratos y demás obligaciones para con el personal de alta dirección, habrá que atender al Real Decreto 1382/1985, de 1 de agosto, *por el que se regula la relación laboral de carácter especial del personal de alta dirección*²⁶.

El artículo 10 regula expresamente la extinción de la relación por parte del directivo, dedicando, en la letra d) del apartado 3, atención a la operación que tiene lugar en el caso de estudio.

Este enuncia lo siguiente:

“Tres. El alto directivo podrá extinguir el contrato especial de trabajo con derecho a las indemnizaciones pactadas, y en su defecto fijadas en esta norma para el caso de extinción por desistimiento del empresario, fundándose en las causas siguientes:

(...)

d) La sucesión de Empresa o cambio importante en la titularidad de la misma, que tenga por efecto una renovación de sus órganos rectores o en el contenido y planteamiento de su actividad principal, siempre que la extinción se produzca dentro de los tres meses siguientes a la producción de tales cambios.

Del tenor literal del artículo se puede extraer que, en este caso, el personal de alta dirección que lo considerare, con un preaviso de tres meses -como estipula el apartado 1 del artículo-, podrá rescindir su contrato, percibiendo las indemnizaciones pactadas y sin ningún tipo de perjuicio económico.

En un principio, se entendía que, dado que no existía remisión expresa del RD 1382/1985 al ET en este particular, la subrogación universal no tendría que operar. Sin embargo, tras la STS de 27 de septiembre de 2011²⁷, la obligación persiste de igual manera que con el resto de relaciones laborales, por lo que, por ejemplo, los acuerdos indemnizatorios que existiesen entre el cedente y el directivo persistirán entre este y el cesionario.

²⁶ BOE núm. 192, de 12 de agosto de 1985, páginas 25502 a 25504

²⁷ STS 27 de septiembre de 2011 [RJ 1568/2008]

III. LA SUCESIÓN EN LA FIGURA DEL CONTRATISTA DEL SECTOR PÚBLICO

1. RÉGIMEN JURÍDICO DE LA SUCESIÓN DEL CONTRATISTA

1.1 Introducción y planteamiento de la figura

La supervisión por parte de las Administraciones Públicas de la cesión de contratos del sector público y de la sucesión en las personas de los contratistas viene determinada por la obligación de revisar la solvencia de la entidad que, de llegar a buen puerto la operación, tomaría la responsabilidad de prestar el servicio ya adjudicado.

Así, es lógico que la Administración quiera conocer quién va a ser el nuevo adjudicatario, y si va a poder ofrecer el servicio que va a cambiar de manos -sea en la forma que sea- bajo los mismos estándares en que lo hacía el anterior, en orden de mantener intactos los principios que rigen la actuación de las Administraciones Públicas y, por extensión, de estas empresas.

De esta manera, la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, *de Contratos del Sector Público*²⁸, regula de manera más exhaustiva de lo que lo hacía el anterior Real Decreto Legislativo 3/2011, de 14 de noviembre, *por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Contratos del Sector Público*, la figura del “cambio de control”.

Además, viene a completar la normativa que regula la materia en otros activos regulados, como el sector eléctrico, el de infraestructuras de telecomunicaciones, activos financieros, etc. Esta regulación especial, fruto de la intervención administrativa en la actividad económica, integra una parte del llamado Derecho Público Económico, es decir, la intervención de las potestades administrativas en el marco de contratos o negocios jurídicos privados.

La importancia de contar con una regulación adecuada sobre el cambio de control radica en que, en el contexto actual, en el que cada vez es mayor el número de inversores en infraestructuras y activos sujetos a una regulación especial, existiendo un verdadero mercado secundario de concesiones y de sociedades contratistas de la Administración pública, es necesario conocer con exactitud cuáles son las reglas que aplicarán en el proceso de compraventa²⁹.

En el caso de estudio, además, no basta con la propia regulación de la LCSP para obtener una respuesta satisfactoria, sino que, al ser un sector regulado, los condicionantes jurídico - administrativos que rodean esta operación de reestructuración societaria están sujetos a una especialidad legislativa que, para MAGIDE HERRERO, tiene el fin de que la Administración se asegure de que esas operaciones no afecten a las características que justificaron la autorización operativa de la que pueden disfrutar las empresas implicadas y de que los bienes e intereses que protege la regulación/supervisión -en este caso la seguridad del suministro en el sector eléctrico- no se vean negativamente afectados³⁰.

²⁸ BOE núm. 272, de 09/11/2017

²⁹ DÍA YEREGUI, R.: “El cambio de control en los contratos del sector público”, en *Actualidad Civil*, Nº 9, Sección Derecho de los contratos / A fondo, Septiembre 2017, Ed. Wolters Kluwer, p. 2- 6

³⁰ MAGIDE HERRERO, M.: “Consideraciones jurídico administrativas en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas: sectores regulados y condicionantes generales”, *op. cit.*, pp. 1075 - 1108

1.2 Régimen jurídico del cambio de control

A) LA CESIÓN DEL CONTRATO

La cesión contractual es una de las dos formas que contemplan el cambio en la figura de la empresa que debe prestar el servicio público que se ha adjudicado.

El artículo 214 de la LCSP, enuncia los requisitos para que pueda darse la cesión y la regula:

“1. Al margen de los supuestos de sucesión del contratista del artículo 98 y sin perjuicio de la subrogación que pudiera producirse a favor del acreedor hipotecario conforme al artículo 274.2 o del adjudicatario en el procedimiento de ejecución hipotecaria en virtud del artículo 275, la modificación subjetiva de los contratos solamente será posible por cesión contractual, cuando obedezca a una opción inequívoca de los pliegos, dentro de los límites establecidos en el párrafo siguiente.

A tales efectos, los pliegos establecerán necesariamente que los derechos y obligaciones dimanantes del contrato podrán ser cedidos por el contratista a un tercero siempre que las cualidades técnicas o personales del cedente no hayan sido razón determinante de la adjudicación del contrato, y de la cesión no resulte una restricción efectiva de la competencia en el mercado. Sin perjuicio de lo establecido en el apartado 2, letra b), no podrá autorizarse la cesión a un tercero cuando esta suponga una alteración sustancial de las características del contratista si estas constituyen un elemento esencial del contrato.

(...) Para que los contratistas puedan ceder sus derechos y obligaciones a terceros, los pliegos deberán contemplar, como mínimo, la exigencia de los siguientes requisitos:

a) Que el órgano de contratación autorice, de forma previa y expresa, la cesión. Dicha autorización se otorgará siempre que se den los requisitos previstos en las letras siguientes. (...)

b) Que el cedente tenga ejecutado al menos un 20 por 100 del importe del contrato o, cuando se trate de un contrato de concesión de obras o concesión de servicios, que haya efectuado su explotación durante al menos una quinta parte del plazo de duración del contrato. No será de aplicación este requisito si la cesión se produce encontrándose el contratista en concurso aunque se haya abierto la fase de liquidación, o ha puesto en conocimiento del juzgado competente para la declaración del concurso que ha iniciado negociaciones para alcanzar un acuerdo de refinanciación, o para obtener adhesiones a una propuesta anticipada de convenio, en los términos previstos en la legislación concursal. (...)

c) Que el cesionario tenga capacidad para contratar con la Administración y la solvencia que resulte exigible en función de la fase de ejecución del contrato, debiendo estar debidamente clasificado si tal requisito ha sido exigido al cedente, y no estar incurso en una causa de prohibición de contratar.

d) Que la cesión se formalice, entre el adjudicatario y el cesionario, en escritura pública.

Así, podemos ver que la cesión del contrato tiene que estar expresamente aceptada previa y expresamente por el órgano de contratación, cuyo objeto es comprobar si se cumplen las tres condiciones o requisitos que garantizan una actuación eficaz.

Esta operación tiene su relevancia debido a la cuestión de si la transmisión de las acciones o participaciones en el capital de una adjudicataria de un servicio público puede entenderse de la misma manera, como el tercer párrafo del apartado 1 establece, civil y mercantilmente. Es obvio que son operaciones que no tienen en absoluto nada que ver, puesto que su objeto es radicalmente diferente: transmisión del contrato en un caso y transmisión de las acciones o participaciones en el capital social de la compañía concesionaria en el otro. Sin embargo, algunos dictámenes del Consejo de Estado generan dudas al respecto, lo que sin duda ha provocado su inclusión en el texto.

En sus Dictámenes 3375/2001, 2578/1998, 998/1994 y 1507/1993, viene a asimilar la transmisión de acciones o participaciones a una cesión del contrato, tanto si es total como de una parte significativa de dichos títulos. Consecuencia de ello sería, por lo tanto, que dicha operación mercantil debería someterse al mismo régimen de autorización previa que la cesión del contrato.

El Dictamen 3375/2001 equipara efectivamente la transmisión de la totalidad de las acciones o participaciones de una sociedad concesionaria de obras públicas a una cesión del contrato y, por lo tanto, se entiende que, como la cesión, la transmisión de la totalidad de las acciones se ha de someter a autorización del órgano de contratación:

"A juicio del Consejo de Estado, la importancia de la identidad del concesionario no resulta una cuestión menor. A la Administración no le es indiferente quién es el titular de la concesión y las condiciones en que construye, conserva y explota la obra pública. Ello se evidencia en el caso de las concesiones de obras públicas en que la legislación general de contratos de las Administraciones Públicas permite la transferencia de la concesión siempre "que el órgano de contratación autorice expresamente y con carácter previo la cesión"

Además, para el órgano consultivo, la transferencia de la titularidad de todas las acciones de una entidad concesionaria comporta la transmisión de la concesión. Parece evidente que en tal caso no se produce una alteración de la titularidad formal, pero sí de los accionistas o partícipes y, por ende, de los últimos propietarios.

Sin embargo, la legislación ha incorporado de manera desigual este razonamiento, adoptando de manera casi uniforme con el paso del tiempo -hasta la llegada de la nueva LCSP- el sentido de que la cesión de una concesión o de cualquier clase de contrato hay, efectivamente, una novación subjetiva de la persona del contratista, mientras que en la transmisión de acciones o participaciones representativas del capital de la sociedad, ni que sea de la totalidad, la personalidad jurídica de la sociedad concesionaria permanece invariable. Las dos operaciones, pues, no tienen nada que ver ni, por lo tanto, pueden someterse a un idéntico régimen de intervención administrativa previa por el órgano de contratación³¹.

Sin embargo, la inclusión de este párrafo en el art. 214 deja abierta la puerta a la identificación de las figuras en una misma, o más bien la asimilación de una en otra, lo que sin duda ha reavivado el debate.

³¹ PERDIGÓ SOLÁ, J.: "La transmisión de acciones o participaciones en sociedades concesionarias: continuidad o extinción del contrato", *Tornos Abogados*, Barcelona, 2016, pp. 3 - 10

B) LA SUCESIÓN EN LA PERSONA DEL CONTRATISTA

La otra de las operaciones que producen un efectivo cambio de control es la propia sucesión en la persona del contratista. Esta consiste, *grosso modo*, en una cierta contraposición al principio *intuitu personae* que supone el proceso de control y aprobación previa que existe en los supuestos de cesión del contrato. Es decir, esta figura se basa en que el cambio en la persona del adjudicatario se produce “aguas arriba”, en casos de fusiones o adquisiciones de empresas, lo que desde luego difiere de una novación del contrato.

Para DÍAZ YEREGUI³², tanto la cesión de un contrato como la modificación estructural que supone la fusión o escisión de una sociedad, son negocios jurídicos de distinta naturaleza o con distinto objeto al negocio jurídico consistente en la transmisión de las acciones o participaciones de una sociedad.

Sin embargo, a pesar de su distinta naturaleza, en la práctica ha permanecido abierto un debate en torno a la posibilidad de equiparar el cambio de control a un supuesto de cesión de contrato, y por tanto, sobre la necesidad de obtener una autorización previa de la Administración pública para poder transmitir las acciones o participaciones de la sociedad contratista, del que su principal acicate han sido los dictámenes del Consejo de Estado anteriormente citados.

La sucesión en la figura del contratista viene regulada en el artículo 98 LCSP:

“1. En los casos de fusión de empresas en los que participe la sociedad contratista, continuará el contrato vigente con la entidad absorbente o con la resultante de la fusión, que quedará subrogada en todos los derechos y obligaciones dimanantes del mismo. Igualmente, en los supuestos de escisión, aportación o transmisión de empresas o ramas de actividad de las mismas, continuará el contrato con la entidad a la que se atribuya el contrato, que quedará subrogada en los derechos y obligaciones dimanantes del mismo, siempre que reúna las condiciones de capacidad, ausencia de prohibición de contratar, y la solvencia exigida al acordarse al adjudicación o que las diversas sociedades beneficiarias de las mencionadas operaciones(...). Si no pudiese producirse la subrogación por no reunir la entidad a la que se atribuya el contrato las condiciones de solvencia necesarias se resolverá el contrato, considerándose a todos los efectos como un supuesto de resolución por culpa del adjudicatario.

A los efectos anteriores la empresa deberá comunicar al órgano de contratación la circunstancia que se hubiere producido.

Cuando como consecuencia de las operaciones mercantiles a que se refiere el párrafo primero se le atribuyera el contrato a una entidad distinta, la garantía definitiva podrá ser, a criterio de la entidad otorgante de la misma, renovada o reemplazada por una nueva garantía que se suscriba por la nueva entidad teniéndose en cuenta las especiales características del riesgo que constituya esta última entidad. En este caso, la antigua garantía definitiva conservará su vigencia hasta que esté constituida la nueva garantía.

El apartado 1 deja de esta forma patente que no existe novación en el contrato, por lo que esta sucesión no implica de manera automática la comunicación al órgano de contratación de la operación, con dos excepciones.

³² DÍAZ YEREGUI, R.: *op. cit.*, p. 2

En primer lugar, es obligado que la sociedad resultante de la operación deba cumplir una serie de requisitos de solvencia, que están relacionados con la segunda de las excepciones, que consiste en, parafraseando el segundo párrafo del art. 98.1, comunicar al órgano de contratación, en caso de que tal garantía no pudiese prestarse por no cumplir la serie de requisitos que tendría que cumplir la adjudicataria, cuáles han sido las circunstancias ocurridas que lo han motivado. Entiende la doctrina administrativa, por extensión, que en el caso de que exista una operación que resulte efectivamente, que el nuevo adjudicatario del contrato no sólo ha de cumplir estas condiciones, y *“que además este servicio ha de cumplir (...) la totalidad de las cláusulas o condiciones sin salvedad o reserva alguna, mención al pliego de condiciones particulares que se extiende al pliego de prescripciones técnicas”*, por lo que de no cumplirlas, el contrato sería rescindido³³.

Por lo demás, este artículo no contiene ningún tipo de especialidad al respecto de la regulación de la sucesión del contratista en este caso de fusión, aparte de la mención expresa en el art. 98.2 LCSP a las uniones temporales de empresa, que exige en el art. 69.9.b):

A pesar de todo, y como ya se ha dicho anteriormente, hay un debate abierto, motivado por el Consejo de Estado, acerca de la consideración de los cambios de control. Así, entre otros, el ya citado Dictamen 3375/2001, entendía que existía, en efecto, novación del contrato. En el caso de estudio, el enfoque doctrinal presentado por el órgano consultivo no tiene relevancia, dado que el caso al que se refiere el Dictamen es al de una sociedad concesionaria *ad hoc* para la ejecución de un contrato concreto. Por tanto, quedaría fuera de este supuesto de hecho el caso en el que una misma sociedad es titular de numerosas concesiones o contratos del sector público³⁴.

Así, el legislador, al identificar una identidad entre la sucesión del contratista y la cesión contractual, como específicamente establece el tercer párrafo del artículo 214, ha seguido la línea del Dictamen del Consejo de Estado de manera estricta, dado que lo hace sólo en caso de dichas UTEs adjudicatarias.

2. LA SUCESIÓN DEL CONTRATISTA EN LOS SECTORES REGULADOS

2.1 El control administrativo de la sucesión del contratista en los mercados regulados

Si bien la sucesión del contratista existe en todos los sectores económicos, hay una serie de mercados en los que la actividad de escrutinio de las Administraciones Públicas es especialmente intensa, y viene regulada de manera específica. Así, estos son sectores como el de las entidades de crédito, los seguros o la energía, entre otros.

El denominador común de todos ellos es su especial importancia, y su relación intrínseca con el interés general de la población, por lo que la vigilancia de todas estas operaciones societarias tiene como fin ya no sólo asegurar que se mantengan las condiciones del servicio que prestaban los adjudicatarios cedentes, sino que va más allá, tratando de asegurar que ciertas cuestiones esenciales, como por ejemplo la solvencia bancaria o el suministro energético en las condiciones en que debe ser dado, se observen de manera cuidadosa, con el fin de mantenerlas en el tiempo.

³³ Resolución 985/2015, Tribunal Administrativo Central de Recursos Contractuales

³⁴ DÍAZ YEREGUI, R.: *op. cit.*, p. 5

El quebranto que supondría lo contrario supone motivo suficiente como para que la Administración dedique una especial atención a las operaciones de sucesión del contratista en estos sectores. En concreto, el energético -en todos sus subsectores- tiene su propia legislación al respecto, recogida en la Ley 3/2013, de 4 de junio, *de Creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia*³⁵.

2.2 La sucesión del contratista en el sector energético

A) ANTECEDENTES Y REGULACIÓN LEGAL ACTUAL

La antedicha Ley de Creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia ha venido a derogar la denominada “*Función 14*” de la Comisión Nacional de la Energía. Este precepto fue interpretado -tanto por la doctrina como por la jurisprudencia europea- como una restricción indebida e injustificada del derecho de libre circulación de capitales en la Unión Europea. Así se pronuncia, al respecto, el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas en su sentencia de 17 de julio de 2002, C-2017/07³⁶.

Tras una dilatada discusión acerca de este particular -especial relevancia tiene lo ocurrido en el “*caso Endesa*”, que suscitó gran controversia- la disposición adicional 9ª de la Ley 3/2013, de 4 de junio, *de Creación de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia* recoge el guante de la jurisprudencia europea e implementa un nuevo sistema de control en este sentido. Cabe destacar que este no difiere en su enfoque sustancial del régimen general de control, más al contrario, supone un simple refuerzo del mismo, atendiendo a las especiales circunstancias que rodean a estas operaciones.

Esta disposición adicional 9ª divide, *grosso modo*, en tres partes distintas la regulación de la toma de participaciones en el sector energético, por lo que se hace mucho más cómodo diseccionarlo de tal manera. Así, el legislador toma en consideración, en primer lugar, qué entiende por toma de control -qué tipo de operaciones tienen esa consideración, para poder ser englobadas en el ámbito de actuación de la CNMC-; en segundo, el procedimiento de control por parte de la Administración para poder llevarlas a cabo y, por último ciertas consideraciones sobre los riesgos inherentes a dichas tomas de participaciones y ciertas medidas aún más extraordinarias que puede tomar el Ministerio de Energía para protegerse contra ellos.

a) La toma de participaciones en el sector energético. Operaciones bajo el sistema de supervisión

El apartado 1 de la antedicha disposición adicional establece taxativamente aquellas operaciones que estarán sujetas al conocimiento del Ministerio de Industria, Energía y Turismo. A pesar de que hace referencia tanto a las tomas de participaciones de sociedades del sector eléctrico como de los sectores gasístico y de hidrocarburos, como es lógico la única de ellas que viene al caso de estudio es la primera, que viene de esta manera recogida en la letra a):

“1. El Ministerio de Industria, Energía y Turismo conocerá de las siguientes operaciones:

³⁵ BOE núm. 134, de 5 de junio de 2013, páginas 42191 a 42243

³⁶ MAGIDE HERRERO, M.: “Consideraciones jurídico - administrativas en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas: sectores regulados y condicionantes generales”, *op. cit.*, p. 1091

a) Toma de participaciones en sociedades o por parte de sociedades que desarrollen actividades que tengan la consideración de reguladas, consistan en la operación del mercado de energía eléctrica o se trate de actividades en territorios insulares o extra peninsulares conforme a lo dispuesto en la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico.”

Del tenor literal del artículo podemos extraer varias consideraciones de importancia. En primer lugar, y con interés directo en el caso, la letra a) establece la obligatoriedad de comunicación de las tomas de participaciones de aquellas sociedades que, según la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico³⁷, tengan la consideración de operadoras del mercado de energía eléctrica. Dicho texto identifica a tales sociedades como aquellas a las dedicadas al “transporte y distribución, y operación del sistema (...) o se trate de actividades en territorios insulares o extra peninsulares (...). Quedan fuera, por tanto, las sociedades que llevan a cabo exclusivamente actividades no reguladas, como son la generación y comercialización de energía eléctrica”³⁸.

Además de esto, es necesario destacar que las “tomas de participaciones” de las que habla el texto revistan una especial entidad. En este sentido, estas serán significativas cuando la operación tenga “un impacto relevante o influencia significativa en el desarrollo de las actividades de la sociedad. El apartado 3 explica que se hará atendiendo al art. 42.1 del Código de Comercio, es decir, cuando esta le confiera una “influencia significativa en su gestión”. Además, para determinarse el porcentaje de participación que precisa de comunicación “se tomarán en consideración los acuerdos que la sociedad adquirente pueda tener con otros adquirentes o socios para el ejercicio conjunto o coordinado de derechos de voto en la sociedad afectada”.

b) Procedimiento de vigilancia del Ministerio de Energía

La nueva regulación en este sentido consiste en la comunicación *ex post* -carácter muy relevante de la obligación, dado que anteriormente existía una obligación de comunicación *ex ante*, que provocaba que sin la aprobación de la operación por parte de la Comisión Nacional de Energía esta no podía tener lugar, como por ejemplo puede verse en el “Informe sobre la autorización de transmisión de activos de generación de Endesa Generación S.A. a favor de Viesgo Generación S.L.”³⁹, de 17 de julio de 2001, en el que la CNE pone ciertas condiciones a la operación para que pueda tener lugar- al Ministerio de Energía, concretamente según lo establecido en el apartado 3 de la disposición, a la Secretaría de Estado, de las operaciones de toma de participaciones significativas en sociedades del sector energético.

Esta comunicación tendrá que tener lugar en un plazo determinado, que viene referido en el apartado 6º:

“Las comunicaciones a las que se refieren los apartados anteriores deberán efectuarse dentro de los 15 días siguientes a la realización de la correspondiente operación, pudiendo indicarse de forma justificada, qué parte de los datos o información aportada se considera de trascendencia comercial o industrial a los efectos de que sea declarada su confidencialidad”.

³⁷ BOE núm. 310, de 27 de diciembre de 2013, páginas 105198 a 105294

³⁸ CUATRECASAS: “Nuevo sistema de control administrativo de las tomas de participaciones accionariales o de adquisición de activos que afecten a los sectores energéticos”, 2013, p. 2

³⁹ “(...) es reseñable la circunstancia de que, según el mismo, la transmisión de la titularidad de las instalaciones deberá producirse “...a partir...” del otorgamiento de la autorización (...)” p. 9

c) Protección contra riesgos hacia el interés general

En el apartado 7 de la disposición adicional, el legislador identifica una serie de riesgos hacia el interés general, que no son otros que aquellos que justifican que se adopten estas medidas especiales de vigilancia de las operaciones societarias de los operadores del mercado eléctrico.

Como puede desprenderse de la redacción del artículo, el legislador no hace más que blindar el sector hacia casos de cese del suministro o de su calidad, sea por falta de mantenimiento de la red, de falta de capacidad técnica, económica, financiera, legal, o cualquier otra, como viene enunciado en las letras a), b) y c) del mismo:

“a) La seguridad y calidad del suministro entendidas como la disponibilidad física ininterrumpida de los productos o servicios en el mercado a precios razonables en el corto o largo plazo para todos los usuarios, con independencia de su localización geográfica.

b) La seguridad frente al riesgo de una inversión o de un mantenimiento insuficientes en infraestructuras que no permitan asegurar, de forma continuada, un conjunto mínimo de servicios exigibles para la garantía de suministro. A estos efectos, se tendrá en cuenta el nivel de endeudamiento para garantizar las inversiones, así como el cumplimiento de los compromisos adquiridos al respecto.

c) El incumplimiento de los requisitos de capacidad legal, técnica, económica y financiera del adquirente o de la empresa adquirida, de acuerdo a lo dispuesto en la normativa específica de aplicación y, en particular, en la Ley 25/1964, de 29 de abril, sobre Energía Nuclear, en la Ley 54/1997, de 27 de noviembre, del Sector Eléctrico, y en la Ley 34/1998, de 7 de octubre, del sector de hidrocarburos, y en sus normas de desarrollo.”

La protección que la Administración puede adoptar hacia cualquiera de estos riesgos viene referida de manera realmente vaga, dado que la propia Disposición sólo refiere que podrá *“establecer condiciones relativas al ejercicio de la actividad de las sociedades sujetas a las operaciones comunicadas de acuerdo a los apartados 2 y 4 de esta Disposición, así como las obligaciones específicas que se puedan imponer al adquirente para garantizar su cumplimiento”*, sin entrar en más precisiones. De esta manera, el legislador está también, en cierto modo, protegiendo su actuación bajo el manto de poder llevar a cabo cualquier acción protectora que su criterio estime como conveniente, siempre, eso sí, dentro del *“principio de proporcionalidad y de protección del interés general”*.

En todo caso, la resolución deberá adoptarse de forma motivada y notificarse en el plazo máximo de 30 días desde la comunicación, previo informe de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia. Este informe no tendrá carácter vinculante y habrá de ser evacuado en el plazo de 10 días.

B) LA SUCESIÓN DEL CONTRATISTA EN EL CASO DE ESTUDIO

El caso objeto de estudio presenta una hipótesis clara: sucesión del contratista en el caso de una empresa que *“posee licencias (...) para desarrollar la actividad de producción y transporte de energía eólica”*.

Como ha quedado expuesto anteriormente, YANARIS, S.A. tendrá que someterse necesariamente al control de la Administración, que decidirá, atendiendo a los criterios referidos en la legislación, a la pertinencia de que sea el nuevo adjudicatario de los contratos que formaban parte del patrimonio de la sociedad de la que va a tomar el control.

En este sentido, como se ha visto, tras llevarse a cabo la operación, y en el plazo de 15 días, tendrá que comunicársela a la Secretaría de Estado de Energía -o autoridad análoga que asuma tales competencias- para que la misma pueda llevar a cabo su labor de vigilancia. Esta tendrá 30 días tras la comunicación para pronunciarse sobre la pertinencia de la fusión y para establecer la obligación de llevar a cabo las medidas que estime convenientes con el fin de proteger la calidad y seguridad del suministro eléctrico, sin olvidar que es necesario que obre en su poder un informe que, en 10 días, habrá tenido que emitir la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia que, sin embargo, no tendrá carácter vinculante.

En caso de que la adquisición fuese realizada por parte de WIDEKNOX hacia YANARIS, además, el Estado podría tomar las medidas de especial importancia con el fin de asegurar el suministro que vienen referidas en el apartado 7 de la Disposición adicional, amparándose en el apartado 4, que dice lo siguiente:

“Cuando la adquisición señalada en el apartado 3 se realice por entidades de Estados que no sean miembros de la Unión Europea o del Espacio Económico Europeo se estará a lo dispuesto en el apartado 7 de esta Disposición”.

Además de todo lo relativo al mantenimiento de los contratos, no hay que perder de vista la legislación anti monopolio, recogida en España en la Ley 15/2007, de 3 de julio, *de Defensa de la Competencia*⁴⁰, que hay que tener en cuenta a la hora de llevar a cabo la fusión, dado que la Administración tiene poder de veto en ese sentido, pudiendo restringir hasta cierto punto el alcance de la operación amparándose en las disposiciones que regulan las concentraciones empresariales.

IV. LA POSIBILIDAD DE PRESENTAR UNA OPA OBLIGATORIA

1. LA OPA

1.1. Definición y régimen jurídico de la OPA. La OPA obligatoria

A) DEFINICIÓN DEL CONCEPTO DE OPA. RÉGIMEN JURÍDICO

Una OPA es “una operación por la cual una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio. Aunque suele ser en efectivo, también puede percibirse en acciones de manera mixta -de hecho, para el Tribunal Supremo, las ofertas obligatorias *“deben incluir una contraprestación en dinero”*, mientras que las voluntarias *“pueden incluir contraprestaciones o bien dinerarias o bien consistentes en el canje de acciones o bien mixtas”*”.⁴¹ Dependiendo

⁴⁰ BOE núm. 159, de 04/07/2007

⁴¹ STS de 18 de Abril de 2007 [Rj 5494/2004]

de su tipología, la cantidad de acciones a las que estén dirigidas y otras consideraciones, las OPAs podrán ser o bien “voluntarias” o “necesarias”.

La legislación regulatoria de la OPA ha cambiado mucho a lo largo del tiempo. Al Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, *sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*⁴², que complementa y desarrolla el art. 128 y siguientes del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, *por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*⁴³, le ha precedido el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, de régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

MÍNGUEZ PRIETO lo define como un sistema minoritario o de corte excepcional si lo comparamos con los imperantes ya en ese momento en el marco económico comunitario, que estaba motivado por una visión proteccionista, con afán de proteger la economía nacional de otras que podían, a través de este mecanismo, tomar mayor presencia en nuestro sistema económico⁴⁴.

Sin embargo, dicha regulación tuvo que ser reformada debido a la imperante necesidad de armonización en tal respecto tras la promulgación de la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, que sería la génesis del actual RD, en el que se aprecia un notable “cambio de paradigma” en la configuración de la oferta, que pasa de ser obligatoria *a priori* para todo aquel que quisiera tomar el control de una sociedad, a ser *a posteriori*, haciendo preceptivo que todo aquel que ya haya tomado un control significativo dentro de una compañía, de la manera que sea -dentro de las determinadas legalmente- tenga que presentar la oferta de adquisición dentro de un plazo establecido.

En este sentido, la regulación distingue entre las OPAs voluntarias, *a priori* y entendidas como régimen supletorio, y las OPAs *obligatorias*, de las que ya se ha hablado y constituidas en el régimen *ordinario* y que contiene las previsiones legales relevantes para definir esta operación societaria.

En este caso de estudio, y como se verá posteriormente, toma importancia la OPA obligatoria “por toma de control”, de la que se hablará y que se analizará en las páginas siguientes.

B) LA OPA OBLIGATORIA. DEFINICIÓN Y RÉGIMEN JURÍDICO.

Se hace necesario hacer ciertos apuntes sobre este tipo de operaciones, de una complejidad relativamente intrincada a primera vista, más relativamente simple una vez se tratan sus caracteres principales.

Dada la morfología del caso de estudio, ha de tener lugar una OPA obligatoria, como viene referido en el propio RD.

Así, en su artículo 3 el RD enuncia:

⁴² BOE núm. 180, de 28/07/2007

⁴³ BOE núm. 255, de 24/10/2015

⁴⁴ MÍNGUEZ PRIETO, R.: “Presentación. El nuevo régimen jurídico de las OPAs en el marco de la evolución del Derecho Español”, en AA VV *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, (GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J. y ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., Dir.), Ed. Thomson Reuters - Civitas, 2009, pp. 45 - 54.

“1. Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:

a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en dicha sociedad;

b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores, en los términos del artículo 5.1.b); o

c) como consecuencia de los supuestos de tomas de control indirectas o sobrevenidas establecidos en el artículo 7.

2. La oferta deberá dirigirse:

a) A todos los titulares de las acciones de la sociedad cotizada, incluidos los de acciones sin voto que, en el momento de solicitarse la autorización de la oferta, tengan derecho de voto de acuerdo con lo establecido en la legislación vigente.

b) Cuando existan, a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones, así como a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas.

La oferta podrá o no dirigirse a todos los titulares de «warrants» o de otros valores o instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones, con excepción de los mencionados en la letra b) de este apartado, por emitir o ya emitidos. Si se dirigiera a ellos, la oferta pública de adquisición deberá dirigirse a todas aquellas personas que ostenten la titularidad de los «warrants», valores o instrumentos financieros en cuestión.

3. En caso de acción concertada, pacto parasocial u otros supuestos en los que de acuerdo con el artículo 5, se atribuyan a una misma persona los porcentajes de voto pertenecientes a varios accionistas, estará obligada a formular la oferta quien tenga, directa o indirectamente, el mayor porcentaje de derechos de voto. Si los porcentajes de dos o más accionistas coincidieran, todos ellos estarán obligados a formular la oferta conjuntamente.

4. La oferta se presentará tan pronto como sea posible y como máximo en el plazo de 1 mes desde que se alcance el control.”

Este artículo constituye el núcleo de toda la regulación de la OPA obligatoria, alrededor del que giran todos los conceptos relativos a la operación, dado que, tras el viraje dado por el legislador, la OPA obligatoria se constituye, en palabras de SÁNCHEZ ANDRÉS⁴⁵, en la “ordinaria”, en contraposición a la oferta voluntaria.

Al hilo de esta calificación, la doctrina señala de manera uniforme que, tras la última legislación sobre OPAs, llevada a cabo para transponer la Directiva 2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, se ha producido todo un cambio de paradigma acerca de esta operación de reestructuración societaria, como se ha expuesto anteriormente.

⁴⁵ SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española” en AAVV *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las Ofertas Públicas de Adquisición*, Bilbao, 1992, p.6

Tras venir de un sistema de OPA *a priori* en la regulación de 1988/2001, la legislación española se ha adaptado para pasar a un sistema de OPA *a posteriori*.

Así, a modo de contextualización y guía para la armonización regulatoria de la operación en todos los países de la Unión, el artículo 2.1.a) de la Directiva, establece que la OPA es una:

“oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de los valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al derecho nacional”

De esta forma, el régimen jurídico que caracterizaba a esta operación se ha visto variado en favor de esta nueva concepción.

Como ya se ha citado anteriormente, el sistema de la OPA obligatoria ha quedado definido como el “*ordinario*” en contraposición al voluntario. Así, nos encontramos con una doble manera de afrontar la adquisición de sociedades mediante una oferta pública de adquisición.

1.2. La OPA obligatoria ante la voluntaria. Diferencias sustanciales y normativas.

A) LAS DIFERENCIAS SUSTANCIALES ENTRE AMBAS CLASES

La diferencia sustancial entre la OPA obligatoria y la voluntaria, en palabras de TAPIA HERMIDA, reside en la existencia o no de un conflicto entre los intereses del oferente y de la sociedad afectada, de sus administradores o de sus accionistas, por lo que la OPA, además de definirla como obligatoria o voluntaria, habrá que definirla como *hostil* o *amistosa*, conceptos que están estrechamente relacionados con esa misma obligación o voluntariedad por parte del oferente⁴⁶.

Esta distinción tiene sentido ante las OPAs formuladas por un oferente que pretenda adquirir el control de una sociedad cotizada; pero no ante OPAs con otro objetivo en su razón de ser (por ejemplo, OPAs de exclusión de la negociación).

A tal efecto, es posible diferenciar tres tipos de intereses en las sociedades cotizadas:

En primer lugar, el interés social, como interés común de los socios, que se corresponde generalmente con los proyectos productivos a medio o largo plazo en que está comprometida la sociedad.

Segundo, el interés de los administradores, que puede coincidir con el anterior, pero que tiende a anticipar al mismo el interés por la perpetuación en sus cargos de gestión. Este interés específico de los gestores tiende a devenir autónomo, no sólo respecto a los propietarios de la empresa (los accionistas), sino incluso con referencia a la eficiencia de la empresa en sí misma considerada.

Por último, el interés de los accionistas, que adquiere matices radicalmente diversos según se trate de los accionistas de control (que designan a los gestores y cuyas acciones

⁴⁶ TAPIA HERMIDA, A. J.: “El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España”, en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, Mayo 2008, p. 15

tienen un doble valor, político y de inversión económica) o de los accionistas inversores, absentistas o externos (que, lejos de cualquier pretensión de dominio, valoran sus acciones como una mera inversión desactivada de poder político en la sociedad).

Por regla general, hay una tendencia de los administradores y de los accionistas de control a calificar de hostil toda OPA que pretenda alterar el estado de control social y, en las medidas defensivas que suelen utilizar, hay una tendencia a identificar los intereses sociales con sus particulares intereses. Por contra, los accionistas inversores suelen estar dispuestos a aceptar una OPA formulada en unas condiciones de precio atractivas, puesto que, en estos casos, no influye valoración política alguna sino una simple valoración económica.

Conforme a la idea anterior, serán amistosas aquellas OPAs en las que exista un acuerdo expreso o tácito entre el oferente y la sociedad afectada, representada a tales efectos por sus administradores; mientras que serán hostiles aquellas en las que se produzca un conflicto entre el interés del oferente por adquirir una participación significativa y los intereses de los gestores por perpetuar su control social.

Además, no faltan, en la práctica, ejemplos de operaciones “mutantes” que, naciendo hostiles por apreciar los administradores de la sociedad afectada que el precio es insuficiente, se tornan amistosas cuando el oferente revisa al alza el precio que ofrece.

Para URÍA⁴⁷, un principio configurador de la regulación de la oferta obligatoria es el de igualdad de trato. Este es un objetivo fundamental, dado que el legislador entiende que los accionistas y otros destinatarios de la misma deben encontrarse en el mismo plano en el momento de recibir la propia oferta, a pesar de que esta puede verse, como bien matiza GARCÍA DE ENTERRÍA, configurada con un distinto alcance en diferentes jurisdicciones⁴⁸.

Así, la mayor parte de las instituciones que conforman el régimen de las ofertas obligatorias, como el precio equitativo, aparecen vinculadas de manera inequívoca a la idea de paridad de trato.

Esta igualdad informa el régimen regulatorio fundamental de las OPAs, que se tiene en con ocasión de la generación de una "prima de control" como consecuencia de la transmisión del control, la que, en consecuencia, exige la imposición de una obligación de formular una OPA al sujeto que alcance el control de una sociedad cotizada, lo cual no excluye la posible sumisión voluntaria al procedimiento legalmente previsto. De esta constatación se deriva el principal criterio clasificatorio que distingue entre OPAs obligatorias y voluntarias⁴⁹.

⁴⁷ URÍA, F.: "Artículo 2. Ámbito de aplicación objetivo", en *op. cit.*, pp. 80 - 92

⁴⁸ GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: "Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales" en *Estudios sobre OPAs (II)*, Madrid, 2002, pp. 45 - 46

⁴⁹ TAPIA HERMIDA, A. en *op. cit.*, p. 17

B) LA DIFERENCIA REGULATORIA ENTRE LAS OPAS VOLUNTARIAS Y OBLIGATORIAS

Para encontrarnos ante la obligación legal de formular una OPA, tiene que darse alguno de los “factores desencadenantes”, en palabras de ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE⁵⁰.

Por el contrario, las OPAs voluntarias podrán formularse por un número de valores inferior al total, al precio equitativo, debiendo ser autorizadas por la CNMV, dirigirse a todos los titulares de los valores relevantes y sujetarse a las reglas y procedimientos previstos para las OPAs obligatorias, pudiendo sujetarse a determinadas condiciones, tales como la aprobación de modificaciones estatutarias o estructurales por la sociedad afectada, aceptación de la OPA por un mínimo de valores, aprobación de la OPA por la junta general de la sociedad oferente u otra análoga que se considere adecuada por la CNMV (art. 61 LMV y art.13 RD 1066/2007).

2. LA OPA OBLIGATORIA POR TOMA DE CONTROL

2.1. Caracteres de la OPA por adquisición de control.

A) LA ADQUISICIÓN DE CONTROL COMO FACTOR QUE PROVOCA LA OBLIGACIÓN

El primero de los “factores desencadenantes” de los que habla el RD 1066/2007 es el de la formulación “por toma de control”, que tendrá su desarrollo en el punto primero del artículo 4, que establece la adquisición del control de la sociedad en un determinado umbral de derechos de voto adquiridos:

1. A los efectos del presente real decreto se entenderá que una persona física o jurídica tiene, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, una participación de control de una sociedad cuando se dé uno de los siguientes supuestos:

a) Cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30 por 100[...]”

Este umbral viene configurado alrededor de este número, para URÍA^X, por la alta concentración del capital en las sociedades cotizadas españolas, por lo que esta es una cifra suficiente como para acreditar el efectivo control de las mismas. Además de ello, se encuentra en la línea de la petición legal de control que existe en otras regulaciones europeas, como la francesa y la alemana.

Así, y dado que YANARIS, S.A., es el titular del 30 % de las acciones de WIDEKNOX, de ceñirnos a la legislación española, es lógico determinar que esta sociedad está obligada a formular una OPA obligatoria sobre su contraparte.

Sin embargo, esta previsión se ve complementada por una serie de exenciones, dirigidas a cierta clase de situaciones y de accionistas, para concederles una dispensa de la formulación.

⁵⁰ ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J.: “Artículo 3. Oferta obligatoria cuando se alcanza el control” en *op. cit.*, pp. 98 - 102

En el apartado 2 del artículo 4 RD y en el apartado 2 del art. 131 LMV, hay una referencia expresa a dichas exenciones:

“2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida en los artículos 3 y 7 cuando se alcance el porcentaje señalado en la letra a) del apartado anterior si otra persona o entidad, individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.

Art. 4 RD: No obstante, la dispensa se condicionará a que la persona o entidad no rebaje su participación por debajo de la ostentada por el accionista que hubiese sido dispensado o a que éste no designe a más de la mitad de los miembros del consejo, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 6. Si ello sucediera o si no obtuviera la dispensa por no concurrir el supuesto de hecho mencionado en el párrafo anterior, el interesado estará obligado a formular una oferta pública de adquisición, salvo si, en el plazo de 3 meses enajena el número de valores necesario para reducir el exceso de derechos de voto sobre el porcentaje señalado o resuelve el pacto parasocial, acuerdo, o concierto en cuya virtud se hubiera alcanzado tal porcentaje y, entre tanto, no se ejerzan los derechos de voto que excedan de tales porcentajes.

Art. 131 LMV: “2. La Comisión Nacional del Mercado de Valores dispensará condicionalmente, en los términos que se establezcan reglamentariamente, de la obligación de formular la oferta pública de adquisición establecida en el artículo 128, cuando otra persona o entidad, directa o indirectamente, tuviera un porcentaje de voto igual o superior al que tenga el obligado a formular la oferta.” (art. 131.2 LMV)

Como se puede ver, la previsión legal, además de tener en cuenta el supuesto de control -y otro adicional, relativo al control por designación de consejeros- contempla la dispensa de cumplir estas obligaciones. Las reglas para el cómputo de la participación se establecen en el artículo 5 RD.

B) IMPUTACIÓN Y CÓMPUTO DE LOS DERECHOS DE VOTO

El control se puede adquirir por una persona física o jurídica de manera individual o conjunta con las personas que actúen en concierto con ella. En este caso, ese control puede imputarse de manera individual o conjuntamente, y éste puede también imputarse a todos los concertados o sólo uno de ellos. Esto es, cuando por ejemplo dos personas con participaciones del 18 por ciento y del 14 por ciento de los derechos de voto respectivamente, decidan actuar conjuntamente en el seno de una sociedad cotizada habrá un control conjunto imputable a la primera.

A pesar de todo lo anteriormente expuesto, el cómputo de los derechos de voto y la imposibilidad de obtener el control de la sociedad aunque se obtenga el 30 por ciento de las acciones de la sociedad hace surgir la cuestión de si es necesario que se formule una OPA igualmente, dado que en España es común limitar los derechos de voto que pueden ejercer un accionista o un grupo de los mismos.

Esta limitación puede dificultar la toma de control de la sociedad, pero no tiene por qué hacerla imposible, especialmente si no afecta a la posibilidad de designación de administradores -el otro supuesto de toma de control-.

Sin embargo, dada la redacción del articulado, para ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE no hay posibilidad de exención de la obligación para aquel accionista que adquiriera un porcentaje igual o superior al 30 por 100 de las acciones, aunque no pueda ejercer el mismo porcentaje de derechos de voto⁵¹.

El cómputo de los mismos posee unas reglas, establecidas en el art. 5 RD:

“A efectos del cómputo de los porcentajes de derechos de voto señalados en el artículo precedente, se tendrán en cuenta las siguientes reglas:

1. Se atribuirán a una misma persona los porcentajes de voto que correspondan a las siguientes personas o entidades:

a) Los que pertenezcan al mismo grupo, tal como éste se define en el artículo 4 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, así como los de los miembros de sus órganos de administración, salvo prueba en contrario.

b) Los de las demás personas que actúen en nombre propio pero por cuenta o de forma concertada con ella (...).

c) Los derechos de voto que esa persona pueda ejercer de manera libre y duradera en virtud de un poder conferido por los propietarios o titulares de las acciones, en ausencia de instrucciones específicas sobre los mismos.

d) Los derechos de voto correspondientes a acciones poseídas por persona interpuesta, entendiéndose por tal aquel tercero a quien la persona obligada a formular la oferta deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de las acciones.

Se entenderán incluidos en este apartado los derechos de voto correspondientes a acciones que constituyan el subyacente o el objeto de contratos financieros o permutas cuando tales contratos o permutas cubran, total o parcialmente, los riesgos inherentes a la titularidad de los valores y, en consecuencia, tengan un efecto similar al de la tenencia de acciones a través de persona interpuesta.

2. Se incluirán, tanto los derechos de voto procedentes de la titularidad dominical de las acciones, como los derechos de voto que se disfruten por concepto de usufructo o prenda o en virtud de cualquier otro título de naturaleza contractual.

3. El porcentaje de derechos de voto se calculará sobre la base de todas las acciones que lleven aparejados derechos de voto, incluso si se ha suspendido el ejercicio de los mismos. Se excluirán las acciones que, de acuerdo con la información disponible en la fecha de cómputo del porcentaje de derechos de voto, pertenezcan, directa o indirectamente, a la propia sociedad afectada. Las acciones sin voto se computarán únicamente cuando gocen de él, de acuerdo con la legislación vigente.

4. No producirán obligación de formular una oferta pública de adquisición, las adquisiciones u otras operaciones que entrañen una mera redistribución de derechos de voto cuando, en virtud del apartado 1, sigan atribuidas a una misma persona.

⁵¹ ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J.: “Artículo 4. Participación por toma de control” en *op. cit.*, pp. 124 - 126

Tampoco producirá dicha obligación la adquisición de valores u otros instrumentos financieros que den derecho a la suscripción, conversión, canje o adquisición de acciones que lleven aparejado derechos de voto hasta que no se produzca dicha suscripción, conversión, canje o adquisición.”

La regla que establece el artículo es directa, establece cuáles van a ser las acciones de las que se compute el voto y cómo se va a computar. La excepción parece ser el apartado tercero, que habla del cómputo de los derechos de las acciones que lo posean pero que en el momento este esté suspendido. Para GARCÍA DE ENTERRÍA, este precepto “*toma virtualidad en pocas ocasiones, teniendo un uso más bien residual, por lo que el apartado es un mero “retruécano jurídico”, redactado más que nada con la intención de identificar como susceptible de cómputo al capital con derecho a voto, teniendo en cuenta las especialidades de la división del capital de muchas sociedades cotizadas españolas*”⁵².

Así, se tendrá en cuenta el derecho de voto de las acciones que lo tengan suspendido en casos como el de los accionistas en mora en el pago de dividendos pasivos, o el de las sociedades que infrinjan el régimen de participaciones recíprocas.

2.2. Valores a los que va dirigida la OPA por toma de control

A) VALORES A LOS QUE DIRIGIR LA OFERTA

Al respecto de la adquisición de las acciones sin derecho a voto de manera accesoria a la adquisición de aquellas que sí que lo tienen en el momento de formular oferta existe una cuestión importante.

Puede parecer intuitivo que las acciones cuya adquisición sea relevante a la hora de tener el deber legal de formular la oferta sean únicamente aquellas con derecho a voto, dado que es ese carácter definitorio de las mismas lo que las convierte en los valores en los que el oferente ha de centrarse a la hora de llevar a cabo la operación.

Sin embargo, aunque parezca lógico, hay que hacer una excepción en los valores sin voto que en el momento de adquisición cuenten con este derecho por haberse dado las circunstancias que para ello determina la legislación vigente, que según el art. 3.2 del RD deben estar comprendidas en la operación⁵³.

En este sentido, no deben formar parte de la OPA las acciones sin voto que posteriormente obtengan este derecho por aplicación de la legislación vigente y como consecuencia de ello se alcance el control de una sociedad cotizada. Esta puntualización es importante al momento de decidir a qué valores dirigir la oferta, dado que acota sobremanera dicha obligación, por la seguridad jurídica que aporta el no tener en cuenta los posibles cambios legislativos, dejando así de lado ciertos valores, lo que podría encarecer y dificultar la operación.

De esta forma, el legislador trata de no imponer la obligación rigurosa de formular una OPA al 100 por cien y a precio equitativo, lo que no sólo se traduce en lo antedicho, sino en más supuestos.

A la luz de esto, el artículo 5.4 *in fine* del RD, establece que:

⁵² GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Artículo 5. Cómputo de los derechos de voto” en *op. cit.*, pp. 148 y 149

⁵³ ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J.: “Artículo 6. Designación de consejeros” en *op. cit.*, pp. 184 - 186

“No producirán obligación de formular una oferta pública de adquisición (...)

Tampoco producirá dicha obligación la adquisición de valores u otros instrumentos financieros que den derecho a la suscripción, conversión, canje o adquisición de acciones que lleven aparejado derechos de voto hasta que no se produzca dicha suscripción, conversión, canje o adquisición”

El artículo 7.3 RD complementa este otro, al señalar que:

“Si, como consecuencia del canje, suscripción, conversión o adquisición de las acciones de una sociedad cotizada derivado de la adquisición de los valores o instrumentos a que se refiere el párrafo segundo del artículo 5.4, algún accionista llegara a alcanzar cualquiera de los porcentajes de derecho de voto señalados en el artículo 4, dicho socio no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de tales porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social.”

Es decir, la adquisición de valores que dan derecho a la suscripción, conversión, canje o adquisición de acciones con voto no es relevante por sí sola sino que sólo se tendrá en cuenta en el momento en que se adquieran efectivamente las acciones con voto, en un sistema de OPA obligatoria *a posteriori*, tras obtener efectivamente un determinado porcentaje de derechos de voto.

Otro tratamiento recibirá el caso en que la adquisición de acciones con voto como consecuencia de la adquisición de esos valores a los que se hace referencia, que deberá ser considerado como una adquisición sobrevenida, lo que trata este mismo artículo 7 RD, y que sin embargo queda fuera del caso de estudio.

3. RELACIÓN DE LOS CARACTERES DE LA OPA OBLIGATORIA CON EL CASO DE ESTUDIO

Analizadas la legislación y los posicionamientos jurisprudenciales y doctrinales sobre el asunto, y visto que en el caso de estudio no se especifica ningún tipo de situación anómala de las recogidas anteriormente, o de significación análoga, se entiende que YANARIS, S.A. es titular del 30 por 100 de las acciones de WIDEKNOX a título personal -sin tener que coordinarse con ninguna otra persona para llegar a esa cifra-; que todas las acciones de la empresa opada tienen derecho a voto, no existiendo limitación estatutaria al ejercicio de los mismos; y que no hay en el capital social de la misma ninguna persona que ostente el mismo porcentaje o mayor de control del capital con derecho a voto.

De todos estos datos, se desprende tras el análisis dado anteriormente que YANARIS debe formular por sí misma una OPA obligatoria, con respecto a todas las acciones de su contraparte, dentro del plazo establecido y teniendo en cuenta el precio equitativo que deba dar, con el fin de obtener el control de WIDEKNOX.

Además de eso, y analizado el texto del caso, se entiende que no hay causa de exención alguna, por lo que la compañía española no tendría posibilidad de acogerse a las dispensas que establecen los artículos 2 RD y 131 LMV.

V. MEDIOS DE PROTECCIÓN CONTRA LA OPA HOSTIL. SU ENFOQUE EN LA DELAWARE CORPORATE LAW

1. LAS MEDIDAS DE PROTECCIÓN CONTRA LA OPA. ACERCAMIENTO AL CONCEPTO

1.1 Introducción a los medios de defensa. Delaware como estándar del derecho corporativo estadounidense

En numerosas ocasiones, los administradores de una sociedad que se encuentra bajo un proceso de oferta de adquisición de acciones tratan por todos los medios de impedir que estas tengan lugar. Si bien en ciertas legislaciones, como la española -en la línea europea-, existe un deber de pasividad de estos frente a la misma, en otras, principalmente en los países que se rigen por el *Common Law*, este particular no sólo no existe sino que las estrategias contra las *hostile takeover bids* están al orden del día.

Si bien en muchas ocasiones en estas operaciones de defensa contra la OPA prima el interés de los administradores frente al de los accionistas, que es el que realmente debería regir la actuación de los primeros, no es ningún secreto que estas estrategias son utilizadas muy ampliamente. Especialmente, en una legislación societaria como es la de Delaware.

Este Estado de la Costa Este de los Estados Unidos tiene domiciliadas más de un millón de empresas en su territorio, con una población sensiblemente inferior. De hecho, más de la mitad de las corporaciones de la lista Fortune 500 se encuentran domiciliadas en Delaware⁵⁴. Esto tiene una razón de ser muy sencilla: Delaware es una excepción en la manera en la que funciona, y lo que ofrece es “*una oportunidad de burlar al sistema y hacerlo legalmente*”⁵⁵. Así, la gran reputación de su *Chancery Court*, la encargada de juzgar estos casos -que, además, no requieren de la participación de un jurado, como en muchos otros estados- debido a su conocimiento profundo del derecho corporativo, su laxitud regulatoria en materia principalmente de *corporate governance* y su configuración como territorio con una muy ventajosa política fiscal convierten a este en un lugar perfecto para domiciliar una empresa.

El derecho corporativo de Delaware, de esta forma, se ha convertido en el paradigma regulatorio en esta materia para la mayoría de Estados, que, principalmente en gobierno corporativo, han adoptado soluciones similares inspiradas -si no copiadas en algunos casos- en esta legislación. En lo referente a la *hostile takeover bids defense*, los administradores de una sociedad que se encuentre con una OPA hostil -que no quieran aceptar en su camino- podrán utilizar muy diversas estrategias, que serán explicadas más adelante. Además de ello, tendrán que responder a la ley federal, que establece una serie de obligaciones referentes a la legalidad del procedimiento.

1.2 La regulación de las *takeover defenses* en la legislación de Delaware

Los administradores de corporaciones objeto de OPA, tanto en Delaware como en otras jurisdicciones americanas, suelen responder a estas ofertas de adquisición hostiles utilizando una amplia variedad de medidas defensivas, como puede ser buscando un nuevo adquirente que plazca más a sus intereses (un “*caballero blanco*”);

⁵⁴ BLACK JR., L: *Why Corporations Choose Delaware*, Delaware Department of State Division of Corporations, 2007, pp. 1 -5

⁵⁵ WAYNE, L.: *How Delaware Thrives as a Tax Haven*, The New York Times, 30 de Junio de 2012

implementando planes de derechos societarios para los accionistas, que les dan derecho a grandes paquetes de acciones, opciones o capital si una oferta hostil llega a triunfar (“*la pildora envenenada*”); dando opciones de adquisición preferente en acciones o activos a caballeros blancos o personas distintas de aquella que presenta la OPA hostil (“*opciones de bloqueo*”); enajenando los activos estratégicos y más valiosos de la compañía (“*venta de las joyas de la corona*”); pagando al que presenta la oferta a cambio de que la retire (“*green - mailing*”); lanzando una oferta de adquisición por el oferente mismo (“*la defensa Pac - Man*”), u obligando legalmente a la corporación objetivo a pagar cuantiosas indemnizaciones por despido a los administradores en caso de ocurrir un cambio de control (“*paracaídas de oro*”).

Cuando los administradores de una compañía objeto de OPA hostil se defienden contra ella, en Delaware se aplica una “*business judgement rule modificada*”, que requiere que los administradores demuestren que, habiendo obrado bajo “*buena fe e investigación razonable*”, han visto un riesgo dirigido hacia la política y eficacia corporativa.

En lo relativo a las OPAs hostiles, destacan dos casos que servirán como estándar de comportamiento para posteriores operaciones de la misma clase:

En primer lugar, el caso de *Unocal Corp. v. Mesa Petroleum Co.*, del que se puede extraer como principio rector de las actuaciones relacionadas con el caso un estándar de comportamiento de la junta en relación con las medidas de protección que establezca con respecto a una OPA en curso -no de manera anterior a que esta tenga lugar, dado que a estas actuaciones no se les aplicaría la *business judgement rule* modificada, sino que se verían ante ese escrutinio en todo su alcance⁵⁶ - que la revisión judicial de las mismas ha acabado de definir:

En primer lugar, si los administradores han, razonablemente, percibido una amenaza a la corporación a través de la OPA hostil y, en segundo lugar, si las medidas defensivas utilizadas son razonables en relación con la amenazada existente. El tribunal, en cualquier caso, no puede validar una medida defensiva usada contra una oferta que parece no amenazar a la compañía, a sus accionistas, o a sus socios no accionistas. Además, aunque tampoco deba hacerlo ante una medida altamente costosa para la compañía o sus accionistas (como por ejemplo la *venta de las joyas de la corona* a un precio irracionalmente bajo), suele, en estos casos, fiarse al criterio de los administradores. De hecho, la mayor parte de estas medidas, cuando se ajustan a la jurisprudencia sentada en el caso *Unocal*, acaban siendo mantenidas y validadas por el tribunal.

El segundo de estos casos que sirve como piedra angular para fijar el estándar de conducta es el de *Revlon v. MacAndrews y Forbes Holdings, Inc.*, en el que se establece que los deberes del Consejo cambian una vez que este concluye que la venta de la compañía es inevitable o da pasos en la dirección de poner en venta la corporación (como por ejemplo una fusión con el *caballero blanco*, un *leveraged buyout* o la venta de un porcentaje sustancial de las activos corporativos). En este punto, KIRCHNER y PAINTER establecen la presunción de que la compañía se encuentra en “*modo Revlon*”, y los administradores deben obtener el precio más alto posible para los accionistas. Las medidas defensivas que eran permisibles cuando esta se encontraba en “*modo Unocal*” serían en este caso una violación de la responsabilidad fiduciaria de los

⁵⁶ BIOWA, M. y SMITH, E.: *Anti - Takeover Protections*, Orrick, 2007, p. 1

administradores, y estos tienen menor poder discrecional para tomar en consideración los intereses de los socios no accionistas.

Finalmente, la ley federal regula el proceso de presentación de la oferta. Ciertas revelaciones deben ser hechas a los accionistas tanto por parte del oferente como del ofertante, regulando la legislación federal que la oferta sea justa (por ejemplo, requiriendo que la oferta se mantenga abierta durante veinte días y que las acciones susceptibles de adquisición sean aceptadas por el oferente en pro rata, y no bajo el sistema “*first-come-first-served*”). Esta legislación federal, de todas maneras, no prohíbe que aquel que presenta la oferta lo haga de manera parcial sobre porciones del accionariado, aunque estas provoquen que aquellos accionistas que no la acepten se enfrenten al riesgo de quedarse con un interés minoritario en una compañía controlada por la persona que ha realizado la oferta⁵⁷.

En general, la defensa contra la OPA no suele estar diseñada para prevenir una adquisición “a buen precio”, sino que, más bien, el principal beneficio que se deriva de ellas es el de dar al Consejo de Administración tiempo suficiente, además de peso en la negociación, para permitirle evaluar la oferta, comunicársela a los accionistas, y negociar con el adquirente para preservar los objetivos a largo plazo de la compañía, así como maximizar el valor de los accionistas en la negociación⁵⁸. De todas maneras, adoptar medidas de protección puede mandar una señal a los mismos, además de a potenciales inversores, de que la compañía es bastante “paranoica” con respecto a adquisiciones de cualquier tipo, y rechaza tajantemente los cambios de control, lo que refleja una imagen muy negativa. No sólo eso, sino que, dado que muchos inversores institucionales tratan de disfrutar de los beneficios cortoplacistas derivados de las OPAs hostiles, la defensa ante estas probablemente tenga beneficios muy negativos en la relación de la sociedad con los accionistas y potenciales inversores. Por estas razones, la compañía debe decidir adoptar, para maximizar su beneficio, sólo una serie de medidas de protección “clave”.

2. MEDIOS DE DEFENSA CONTRA LA OPA HOSTIL CONTEMPLADOS EN EL ESTADO DE DELAWARE

Debido al amplio abanico de posibilidades de las que disfrutan los administradores de una sociedad en el momento de implementar dichas medidas, aquí se recogen las más utilizadas y las más beneficiosas, tanto para los accionistas como para la compañía. En este caso, GEVURTZ, SMITH y BIOWA junto -principalmente- con la *Delaware General Corporation Law* y la *Securities Exchange Act*, y una plétora de textos legislativos adicionales, recogen con precisión en qué consisten estos métodos de defensa

2.1 “Planes de derechos” para los accionistas

Coloquialmente denominadas “píldoras envenenadas”, estos planes están diseñados para convertir a la compañía en un botín poco atractivo para los *corporate raiders* (así es como se denomina en Estados Unidos a los inversores que se dedican a adquirir compañías para conseguir un beneficio con su reventa, sea por partes o en su totalidad, importándoles poco o nada la propia empresa y la suerte que corra), proporcionándole al

⁵⁷ KIRCHNER, C. y PAINTER, R.: “Takeover Defenses Under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform” en *The American Journal of Comparative Law*, 2002, pp. 451 - 454

⁵⁸ BIOWA, M. y SMITH, E.: *op. cit.*, p. 1

resto de accionistas el derecho a adquirir acciones a un precio especialmente rebajado, diluyendo la presencia del mismo, bien en la compañía, antes de que se lleve a cabo la adquisición, o en el adquirente, una vez esta haya sido completada.

Los potenciales adquirentes, desde luego, no querrán enfrentarse a uno de estos “*planes de derechos*”, dado que de esta manera estarían desvirtuando de forma patente el objetivo de la adquisición. Mientras la sociedad pueda emitir acciones, este método puede ser adoptado con una celeridad pasmosa por parte del Consejo de Administración.

Para implementar dicho acuerdo de la *píldora envenenada*, el Consejo declara la existencia de determinada cantidad de derechos de adquisición preferente de acciones con respecto a cada acción ordinaria de la sociedad. Cada uno de estos derechos faculta al tenedor a adquirir determinada fracción de una acción que forma parte de la nueva serie a un precio por acción ya designado. El precio de ejercicio de estos derechos es normalmente sensiblemente superior al precio de negociación de mercado de las acciones ordinarias, debido a que trata de reflejar el alza de valor a largo plazo del mismo y, a pesar de que los derechos al reparto de dividendos o el derecho de voto de las acciones “*no supone uno de los caracteres esenciales de estas opciones*”⁵⁹, normalmente contienen derechos de voto superreducidos y derechos de cobro de dividendos ínfimos.

De estos derechos, cabe destacar también que pueden ejercitarse únicamente diez días hábiles después de que una persona o grupo haya adquirido la propiedad de al menos un 20% de las acciones ordinarias de la sociedad, o en una fecha designada por el Consejo de Administración, que ha de ser posterior a que una persona o grupo comienza el proceso de toma de control, o anuncia su intención de comenzar.

De todas maneras, y aquí es donde reside el “veneno” de este método de defensa, lo que constituye la verdadera esencia de este método defensivo se encuentra en las previsiones *flip - over*, *flip - in* y *back - end* del plan.

El *flip - over* es una operación consistente en que, si una corporación que esté tratando de adquirir la compañía supera un determinado umbral de propiedad de las acciones ordinarias que componen el capital de la sociedad, y posteriormente lleva a cabo una fusión con la empresa objetivo, los tenedores de estas acciones de suscripción preferente pueden convertirlas en acciones ordinarias del capital *del adquirente* a ratio muy favorable (que suele encontrarse en el área de la mitad del precio que tendrían esas acciones a valor de mercado en ese preciso momento). Como se puede ver, el principal objetivo del *flip - over*, y en lo que es más efectivo, es detener las adquisiciones en dos pasos, de manera muy similar al requisito de voto por supermayoría en ciertos tipos de fusiones. A la hora de aplicar estas previsiones es de suma importancia que el Consejo de Administración pueda emitir tales acciones sin acudir a los accionistas para modificar los estatutos.

Además del *flip - over*, que fue el primer tipo de “píldora envenenada” en aparecer, existen dos nuevos tipos de operaciones que ya se han referido anteriormente, las de *flip - in* y *back - end*. Una opción *flip - in* es como una *flip - over*, con la excepción de que esta se hace efectiva una vez que el adquirente se hace con el control de un determinado porcentaje de las acciones de la empresa objetivo, aunque este después no lleve a cabo

⁵⁹ GEVURTZ, F.: *op. cit.*, p. 706

una fusión. En este caso, aquellos que sean propietarios de la pílora envenenada pueden convertir sus acciones con derecho de adquisición preferente en acciones ordinarias o en cualquier otro tipo de valor de la empresa objetivo a un ratio muy favorable, mientras que la opción *back end* faculta al tener de las preferentes a forzar a la compañía opada a que las rescate a un precio muy generoso. Al implementar estas dos últimas medidas, es de reseñar que las acciones ordinarias de la empresa opada se ven muy devaluadas.

Además de la existencia de este tipo de operaciones, los Consejos de Administración están empezando a usar, con una frecuencia creciente, estas tácticas asociadas ya no sólo a preferentes sino también a otros tipos de valores, como pueden ser los *warrants*.

2.2 Previsiones legales anti - adquisición

La *Delaware General Corporation Law* da la posibilidad a una compañía de implementar disposiciones anti adquisición hostil en sus estatutos. La Sección 203 prohíbe a compañías cotizadas entrar en concentraciones empresariales (incluyendo fusiones, venta de activos o transmisiones de valores) con un “accionista interesado” por un periodo de 3 años una vez que esta persona pasa a ser tal, figura que se define como aquella persona o grupo que adquiere un 15 % o más de las acciones con derecho a voto de la sociedad.

El alcance de la sección 203 de la DGCL queda neutralizado si el Consejo de Administración preaprueba la transacción, o si la concentración resultante queda autorizada en una Junta de accionistas por dos tercios de las acciones con derecho a voto excluyendo aquellas de las que sea propietario el “accionista interesado”. Además, el accionista que adquiere el 85 % o más de los valores con derecho a voto (con excepción de los controlados por los administradores que son también directivos y ciertos *employee stock plans*) en la primera transacción no tiene que someterse a este periodo de espera de 3 años.

Una compañía domiciliada en Delaware puede modificar su *certificado de incorporación* para alejar de sí esta protección contra adquisiciones de la Sección 203. Esta modificación tendrá que ser aprobada por la mayoría de las acciones con derecho a voto, además de tener lugar antes de que algún accionista pase a ser “accionista interesado”, y no entrará en vigor hasta 12 meses después de su adopción.

2.3 Previsiones de protección estatutarias

a) Eliminación del voto cumulativo

En la elección de consejeros en que el voto cumulativo está permitido, cada acción tiene aparejado, por lo común, un número de votos igual al número de consejeros que van a ser elegidos. Así, un accionista puede emitir todos sus votos a favor de uno de ellos o distribuirlos entre tantos candidatos como prefiera. Si el voto cumulativo queda anulado, aquellos que tengan la mayoría de las acciones y estén presentes en la Junta General, tanto Ordinaria como Extraordinaria, tendrá el poder para elegir a los consejeros, que no podrán ser elegidos, de esta manera, sin el apoyo de esta mayoría, por lo que la eliminación del voto cumulativo haría el cambio de control más difícil.

b) Autorización a emitir acciones de adquisición preferente

Este método otorga el poder al Consejo de Administración para designar y emitir una o más series de acciones de adquisición preferente sin el consentimiento de los accionistas. Tener estas previsiones del “cheque en blanco”, como se suelen denominar, da al Consejo los medios para llevar a cabo ciertas acciones protectoras, como por ejemplo emitiendo un gran paquete de acciones a favor de una “parte amiga”, reorganizando de esta manera el accionariado de la compañía o llevando a cabo adquisiciones defensivas.

c) Procedimientos para convocar Juntas de Accionistas extraordinarias

Una sociedad puede mantener el requisito de que una junta extraordinaria sólo pueda ser convocada por el Consejo de Administración, el Consejero Delegado, el Presidente o por uno o varios accionistas que tengan un porcentaje determinado de acciones con derecho a voto. Facultando únicamente a un accionista con un porcentaje significativo de acciones tiene valor defensivo, ya que puede causar que un adquirente retrase la presentación de su propuesta o la toma de control del Consejo hasta la próxima Junta General Ordinaria programada. Este retraso puede permitir al Consejo desarrollar una estrategia alternativa apropiada o negociar con el adquirente en este *impasse*.

d) Nombramiento de los Consejeros por parte de los accionistas

Una compañía puede requerir a los accionistas a anunciar con carácter previo a su elección en Junta General la identidad de los consejeros nominados para el puesto. Esta previsión establece una fecha en la cual un accionista debe comunicar a la sociedad su intención de nominar a un consejero y a fijar el contenido del anuncio. La falta de comunicación en tiempo y forma produce la nulidad de la candidatura.

e) Consejo de Administración elegido de forma escalonada

El acta de constitución de una sociedad puede dividir el Consejo en tres clases, bajo las cuales cada miembro forma parte del mismo durante tres años. Dado que no más de un tercio de los consejeros puede ser reemplazado cada año, un Consejo nombrado de esta forma escalonada puede contribuir a la continuidad impidiendo a un adquirente hostil reemplazar a más de una clase cada año. A pesar de todo, un Consejo elegido de esta manera no podría rehusar una oferta hecha por completo en metálico.

2.4 Acuerdos laborales relativos al cambio de control

A) “PARACAÍDAS DORADOS”

Los “paracaídas dorados” son previsiones contractuales que garantizan a los *senior executives* ciertos beneficios, como cuantiosas compensaciones económicas o beneficios en la adquisición de acciones, en caso de que tenga lugar un cambio de control de la Sociedad. Estas están dirigidas a asegurar que el valor que aportan dichos directivos continúa presente en la compañía ante el escenario de incertidumbre e inestabilidad resultantes de una OPA hostil. Estos acuerdos pueden requerir de un ejecutivo que continúe en la sociedad durante el proceso de pugna por el control, a cambio de una compensación en caso de que este sea despedido, transferido o degradado en su posición orgánica (en casos como pueden ser una reducción de su gratificación económica o el movimiento a un puesto más bajo que el que tenía previamente en el escalafón directivo) en caso de que tenga lugar dicho cambio.

Aun así, el Consejo debe tener en cuenta que las previsiones de la Sección 16(b) de la *Securities Exchange Act* de 1934 pueden limitar los beneficios de estos acuerdos. Bajo la Regla 280G del *Internal Revenue Code*, cuando directivos, ciertos empleados con alta retribución y un 1% o más de los accionistas reciben un pago de acuerdo a este *paracaídas* igual o mayor a 3 veces la retribución base individual, aquellos que los hayan recibido deberán pagar un impuesto igual al 20 % de dicha gratificación, y la compañía no podrá deducir el total de estos en una cantidad mayor a la antedicha compensación individual base. Además, la Sección 16(b) de la *SEA* prohíbe a los directivos, consejeros y ciertos inversores de una corporación embolsarse *short - swing profits* (beneficios a corto plazo derivados de la venta de valores de la compañía por parte de directivos, consejeros o ciertos accionistas, provocados por el conocimiento de ciertos datos sensibles de la empresa que les permiten conocer la evolución de la cotización con anterioridad, lo que está íntimamente relacionado con el concepto de *inside trading*) de la compraventa de cualquiera de los valores de la compañía en un periodo de 6 meses. En caso de que dicha operación tuviera lugar, el beneficio sería deducido del patrimonio de la persona que hubiera cometido la infracción y devuelto a la compañía.

B) “PARACAÍDAS DE HOJALATA”

Estos acuerdos comúnmente cubren a la totalidad o a gran cantidad de los empleados no ejecutivos de la compañía, y proveen de indemnizaciones por despido y beneficios similares en caso de que tenga lugar un cambio de control. Tras una adquisición de la compañía, si un empleado pierde su trabajo o deja la empresa a causa de una pérdida de calidad de sus condiciones laborales (como por ejemplo su degradación o la reducción en su salario o beneficios laborales), estos beneficios pactados en el “paracaídas de hojalata” entran en juego y habrán de serle satisfechos.

A pesar de que estos acuerdos pueden servir para impedir OPAs hostiles, si la gratificación total es elevada, su principal razón de ser es elevar la moral de los empleados una vez que la empresa afronta un potencial cambio de control.

2.5 Respuestas activas a ofertas de adquisición hostiles

Si todos los métodos de defensa anteriores han sido inefectivos - o directamente no habían sido implementados- el Consejo de Administración de la compañía opada puede llevar a cabo otra serie de medidas protectoras, una vez haya comenzado el “asedio”.

Además de las medidas que se van a exponer en las páginas siguientes, el Consejo puede adoptar una serie de ellas mucho más directas, que están exentas de controversia, al menos en un primer momento.

La primera de ellas es realizar una comunicación a los accionistas en un esfuerzo porque no transmitan sus acciones. Desafortunadamente, los accionistas a los que se les presente la oportunidad de vender sus acciones a un precio significativamente mayor a aquel al que cotizan en el mercado, aceptarán la oferta. No sólo eso, sino que, de hecho, gran parte de estos accionistas ni siquiera esperarán a que tenga lugar la oferta de adquisición, sino que venderán sus acciones en cuanto tenga lugar la revalorización en la cotización, como suele ocurrir con carácter previo a la presentación de estas ofertas, en lugar de esperar y arriesgarse a que el cambio de control no salga adelante.

En otras ocasiones, el Consejo suele lanzar campañas de publicidad con la esperanza de que la oposición por parte de empleados, clientes, miembros de la comunidad empresarial y de la comunidad en general lleve al oferente a reconsiderar la operación.

Finalmente, la opción más dramática, y que en ocasiones tiene lugar, consiste en que el Consejo lance una campaña de *lobbying* dirigida a la Asamblea Legislativa del Estado, con el fin de que esta implemente legislación anti - OPA. Sin embargo, además de estas opciones más sencillas, suelen tener lugar otro tipo de operaciones protectoras de la compañía opada, que son las siguientes:

A) VENTA DE LA COMPAÑÍA A UN “CABALLERO BLANCO” O VENTA DE ACCIONES A UN “ESCUADERO BLANCO”

En respuesta al intento de adquisición hostil, la compañía puede ofrecer a sus accionistas la alternativa de vender la compañía a un adquirente amistoso, al que se suele llamar “caballero blanco”.

En un esfuerzo adicional por protegerse a sí misma contra la oferta, puede tener lugar la venta de un porcentaje significativo pero menor de las acciones a una persona o entidad considerada amiga del actual Consejo, a la que se le denomina, en consonancia con la figura anterior, “escudero blanco”. Esta persona rehusaría transferir sus acciones al oferente o votaría en su contra en la Junta General, alineándose con los intereses del Consejo de Administración. Esta venta al “escudero blanco” debe llevarse a cabo con la mayor de las cautelas, para prevenir la eventual adquisición de la empresa por parte del que antaño fuese “amigo”.

B) ESTRATEGIAS “PAC - MAN” Y “GREEN MAIL”

El Pac - Man, en palabras de GEVURTZ, consiste en lo siguiente: *“una de las más divertidas, sino de las más usadas estrategias, es conocida como la defensa Pac Man. Esto se refiere al intento de adquirir una mayoría de las acciones de la corporación adquirente antes de que este pueda adquirir la mayoría de las acciones de la compañía de la que pretende tomar el control. Si ambas compañías terminan siendo las propietarias de la mayoría de las acciones del otro, aparentemente ninguna de las corporaciones tendrá el derecho de votar con las acciones que tenga en la compañía del otro”*.⁶⁰

Además de esto, en vez de que la compañía opada trate de adquirir acciones en la sociedad que trata de adquirirla, una estrategia alternativa a esto es que la compañía opada recompre las acciones que el oferente posee en su accionariado. Dado que esto es, esencialmente, pagar para que aquel que va a lanzar la OPA se vaya, esta estrategia se denomina comúnmente “Green mail”. De todas maneras, pagar a quien va a lanzar una OPA para que desista en su intención suele ser acicate para que otros lo hagan, con intención de que vuelva a ocurrir lo mismo.

C) LA “VENTA DE LAS JOYAS DE LA CORONA”

En este caso, la compañía podría tratar de bloquear la oferta de adquisición vendiendo a un tercero activos estratégicos de la misma, haciendo que esta ya no sea atractiva al potencial adquirente, siguiendo una suerte de política de “tierra quemada”, frustrando así la operación. En ocasiones, el Consejo puede acordar con el “caballero blanco” la

⁶⁰ GEVURTZ, F.: *op. cit.*, p. 708

venta de una de las “joyas de la corona” si este resulta derrotado en la pugna por el control de la empresa.

En todo caso, esta operación provoca un bloqueo en la operación, dado que de esta forma ni el potencial adquirente obtiene el beneficio buscado, que era la compañía por la que pugnaba, ni esta, a pesar de haber sorteado el problema, se encuentra en buena posición. Por eso mismo, este tipo de medidas defensivas se conocen como *lock up agreements*.

D) RECAPITALIZACIÓN

La compañía puede llevar a cabo una recapitalización mediante la recompra de acciones a cambio de deuda o valores derivados de la misma. El incremento en el endeudamiento de la empresa tiene como objetivo hacer a la compañía poco atractiva para el potencial adquirente, pero también puede reducir la flexibilidad de la misma para obtener financiación adicional.

De forma alternativa, puede intentar una recompra de acciones que contemple hacerlo a un precio igual o ligeramente superior al de mercado. Un *buyback* reduciría la cantidad de dinero en efectivo de la compañía, lo que podría ser crítico en caso de que se enfrentase a una OPA apalancada. También podría iniciar un *buyback* con la intención de prevenir el deterioro del precio de la acción y/o reducir la vulnerabilidad a las OPAs hostiles. Uno de los beneficios principales de esta medida es que puede ser implementada de manera muy rápida.

E) MOVIMIENTO Y ESCISIÓN DE ACTIVOS CORPORATIVOS

La compañía puede recolocar activos específicos en una empresa separada, y ofrecer a los accionistas adquisición de acciones en la nueva empresa, tratando de crear un mayor valor de mercado agregado, haciendo la adquisición más complicada. De forma alternativa, esta puede vender negocios que ya no entran en los planes estratégicos o escindir la compañía en unidades de negocio más lógicamente relacionadas

2.6 Litigación defensiva

La sociedad que se enfrenta a una oferta de adquisición hostil, puede presentar toda una batería de demandas hacia el oferente. Para ello, puede utilizar como base tanto el *common law* del Estado de Delaware, como la legislación federal del mercado de valores u otros compendios legislativos. Lógicamente, estas posibilidades no se encuentran restringidas en tanto en cuanto el demandante encuentre, *prima facie* y de manera interna, justificación suficiente en su petición. Aunque una demanda con ánimo defensivo podría no detener la adquisición, el beneficio de esta como método defensivo es el tiempo ganado, que le da al Consejo una holgura normalmente de suficiente entidad como para adoptar otras medidas. Además, la faculta también para romper el secreto y obtener cierta información que de otra manera sería complicada de obtener.

Finalmente, interponer una demanda contra el oferente es una técnica de persuasión para con los accionistas de mucha utilidad, a pesar de que, en la otra cara de la moneda, al dar comienzo a la litigación, se está sometiendo a las mismas reglas de demora del proceso, incerteza, gasto y potencial efecto negativo que trata de que esta tenga en el *company raider*. Por eso mismo, la litigación defensiva debe ser utilizada únicamente si cuestiones legales sustantivas ofrecen la posibilidad real de que la compañía opada continúe siendo independiente.

CONCLUSIONES FINALES

Tras todo lo expuesto en las páginas anteriores se puede extraer una conclusión bastante clara: el caso planteado parece *a priori* ser de mucha complejidad y, más que nada, enmarañado al momento de resolver las cuestiones que se presentan. Sin embargo, una vez comenzado el estudio de los epígrafes que aparecen referenciados, se observa que más que de complejidad, adolece de densidad, estudiando muy diversas figuras jurídicas para acabar relacionándolas con el caso de estudio, por lo que acaba siendo un trabajo más bien descriptivo, que busca definir todo aquello que he considerado relevante para tener una visión holística de cada una de las preguntas, para después acabar cada epígrafe con una relación con el caso, que, como se ve, es generalmente la parte más corta de cada una de ellas.

Haciendo ya referencia a las cuestiones desarrolladas, en la pregunta primera la discrecionalidad de la interpretación es muy relevante al efecto de decidir si los administradores han sido responsables en su actuación, teniendo en cuenta que han de velar por sus accionistas. En mi caso entiendo, como ya he expuesto, que sí. En pocas ocasiones se rechaza una propuesta de fusión aduciendo que de hacerlo los accionistas ya no recibirían la misma retribución a través de dividendos, ya que normalmente las razones aducidas suelen ser por la pérdida de control de la sociedad en la que podrían caer estos, lo que en muchas ocasiones tiene ocultas otras consideraciones más oscuras - más bien egoístas- de los consejeros, que tratan de quedarse en su puesto a toda costa. Posteriores interpretaciones teniendo en cuenta la participación de estos mismos consejeros en el capital social, o sus condiciones laborales o cualquier otra contratación entre ellos podrían ser hechas pero, dado que no se especifica nada en los antecedentes de hecho y el límite material del trabajo es reducido, no tiene sentido perderse en tales profundidades.

En el caso de la segunda cuestión, queda bastante claro desde un primer momento cuál es la norma sobre la que va a girar toda la exposición -y en concreto sobre qué artículo- por lo que todo lo demás son nada más allá de precisiones necesarias para, de nuevo, entender mejor todo lo que la rodea. De esta manera, la respuesta corta e inmediata sería que sí, que existe subrogación universal, en los términos del Estatuto de los Trabajadores -una legislación con un complemento jurisprudencial muy prolijo- en los contratos de trabajo y las condiciones laborales preexistentes, con ciertas excepciones y regulaciones especiales, como en el caso de los contratos de alta dirección, que de todas maneras contemplan una suerte de subrogación universal también.

Pasando a la parte administrativa del caso, la tercera pregunta tiene como hecho desequilibrante los dictámenes del Consejo de Estado, que ha ido dando bandazos de un punto a otro del espectro regulatorio de la sucesión del contratista, lo que está recogido en el desarrollo previo a la respuesta. Por desgracia, el legislador ha oscilado entre las posiciones de no hacerle el más mínimo caso a los pronunciamientos del órgano consultivo a ir más allá de lo que propugnan en otros casos, por lo que la regulación relativa a este particular se entiende de forma distinta según emane de una fuente legislativa u otra. No sólo eso, sino que, además, el sector de actividad de las empresas sujetos del caso -el eléctrico- forma parte de los mercados regulados, lo que no entraña ninguna complicación técnica, mas requiere de una doble exposición: en primer lugar la del régimen general, para entender el concepto de sucesión del contratista y, posteriormente, del especial régimen jurídico de esta en los sectores regulados. Después de todo ello, podemos concluir que, de acuerdo a nuestro ordenamiento, vistas todas las

operaciones llevadas a cabo, para que las licencias sigan estando en vigor y para que los contratos con la Administración hagan lo propio, habrá que pedir una autorización administrativa para ello, que en general será denegada únicamente en casos en que el suministro pueda no verse garantizado, con un especial riesgo al interés general -axioma sobre el que gira toda la figura, como no podría ser de otra forma-.

La parte más relacionada con el derecho del mercado de valores es la que constituyen la cuarta y quinta preguntas, relacionadas con la OPA y las medidas defensivas. Así, termina el trabajo dedicándole un epígrafe a la posible actuación de cada una de las sociedades que aparecen.

En primer lugar, queda probado, dada la exquisita claridad de la legislación que regula las OPAs, que Yanaris debe de presentar una OPA obligatoria sobre la totalidad de las acciones de Wideknox, con arreglo a las disposiciones del Real Decreto que la regula. Más allá de exponer que ha habido una toma de control, y que esta oferta ha de hacerse teniendo en cuenta los principios de igualdad de trato y precio equitativo, no hay complejidad ni densidad en esta cuestión.

Finalmente, y para poner el punto final, he expuesto las posibilidades que tiene Wideknox para evitar que la OPA de Yanaris llegue a buen puerto. Estas son amplísimas, desde luego, pero, de nuevo, se hace necesario hacer un análisis relativamente exhaustivo de las mismas, principalmente de las más usadas, como son la de venderle la compañía a un *white knight* o un *white squire*, llevar a cabo la estrategia del *Pac Man*, o la de la *píldora envenenada*. Desde luego, es muy complicado no estar de acuerdo con Franklin A. Gevurtz cuando dice que las medidas anti - OPA son “*dignas de estudio por la diversión que proporcionan*”, debido al desbordante ingenio de los asesores legales de las corporaciones que se han visto ante una operación de tales dimensiones, especialmente desde mediados de los años 80, cuando los tribunales de Delaware empezaron a establecer reglas más duras en lo relativo a la legislación sobre estas medidas y al estándar de revisión de la conducta de los administradores al aplicarlas. Esta particularidad hace de la redacción de esa parte del trabajo la más sencilla tanto de redactar, como de leer.

En resumen, en este trabajo se abordan todos los condicionantes - o al menos una buena parte de ellos, dada la vasta complejidad de los supuestos de M&A- que existen alrededor de las fusiones y adquisiciones. Consideraciones de derecho laboral, administrativo y del mercado de valores, junto con partes de otras áreas que se tocan de manera tangencial, aparecen definidas y estudiadas en las páginas de desarrollo del caso de estudio, con la intención de dar una visión, aunque somera, holística y de totalidad de este tipo de operaciones, que pueden definirse bien como el final de la “partida de ajedrez” que supone la vida empresarial.

ÍNDICE BIBLIOGRÁFICO

BARROS GARCÍA, M., GARCÍA - PERROTE ESCARTÍN, I., MAGIDE HERRERO, M.: AA VV *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir.), Ed. La Ley, Madrid, 2016, pp. 1047 - 1074

BIOWA, M. y SMITH, E.: *Anti - Takeover Protections*, Orrick, 2007

BLACK JR., L: *Why Corporations Choose Delaware*, Delaware Department of State Division of Corporations, 2007

CUATRECASAS GONÇALVES PEREIRA: “Nuevo sistema de control administrativo de las tomas de participaciones accionariales o de adquisición de activos que afecten a los sectores energéticos”, *legal flash departamento derecho administrativo*, 2013 (www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/legal_flash_-_ley_3_2013,_de_4_de_junio,_nuevo_regimen_de_control_administrativo_de_operaciones_en_el_sector_energetico_-_junio_2013_104.pdf)

DESDENTADO BONETE, A.: “La sucesión de empresa: Una lectura del nuevo art. 44 del Estatuto de los Trabajadores desde la jurisprudencia”, *Revista del Ministerio de Trabajo e Inmigración*, 38, 2002

DÍAZ YEREGUI, R.: “El cambio de control en los contratos del sector público”, en *Actualidad Civil*, Nº 9, Sección Derecho de los contratos / A fondo, 2017, Ed. Wolters Kluwer

GARCÍA DE ENTERRÍA, J.: “Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales” en *Estudios sobre OPAs (II)*, Madrid, 2002

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., MÍNGUEZ PRIETO, R., URÍA, R., ZURITA Y SÁENZ DE NAVARETE: AA VV *La regulación de las OPAs. Comentario sistemático del RD 1066/2007, de 27 de julio*, (GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO VELÁZQUEZ, J. y ZURITA SÁENZ DE NAVARRETE, J., Dir.), Ed. Thomson Reuters - Civitas, 2009, pp. 45 - 186.

GEVURTZ, F.: *Corporation Law*, West, Saint Paul, 2010

GUERRA TREVIJANO, C.: “La business judgement rule en los procesos de M&A”, en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, 2010

KIRCHNER, C. y PAINTER, R.: “Takeover Defenses Under Delaware Law, the Proposed Thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform” en *The American Journal of Comparative Law*, 2002, pp. 451 - 454

LITTLE, R. y ORIEN, J.: “Determining the Likely Standard of Review in Delaware M&A Transactions” en *Harvard Law School Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, Harvard Law School, 2017

PERDIGÓ SOLÁ, J.: “La transmisión de acciones o participaciones en sociedades concesionarias: continuidad o extinción del contrato”, *Tornos Abogados*, Barcelona, 2016

SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: “Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española” en AAVV *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las Ofertas Públicas de Adquisición*, Bilbao, 1992

TAPIA HERMIDA, A. J.: “El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España”, en *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, Universidad Complutense de Madrid, Mayo 2008

WARREN, I. y ARONSTAM, B.: “Delaware’s Business Judgement Rule and Varying Standards of Judicial Review for Assessing Director Conduct in M&A Transactions” en *The Canadian Institute*, Noviembre 2007

WAYNE, L.: *How Delaware Thrives as a Corporate Tax Haven*, The New York Times, 30 de Junio de 2012 (mobile.nytimes.com/2012/07/01/business/how-delaware-thrives-as-a-corporate-tax-haven.html)

APÉNDICE JURISPRUDENCIAL

Francis v. United New Jersey Bank, 87 N.J. 15, 432 A.2d 814 (1981)

Aronson v. Lewis, Del. 473 A.2d 805 (1984)

Brehm v. Eisner, Del. 488 A.2d 858 (1985)

Unocal v. Mesa Petroleum Co., Del. 493 A.2d 946 (1985)

Smith v. Van Gorkom, Del. 488 A.2d 858 (1985)

Revlon v. MacAndrews & Forbes Holdings, Inc., Del. 506 A.2d 173 (1986)

Kahn v. Lynch Communication Systems, Del. 638 A.2d 1110 (1994), Supreme Court of Delaware

In Re John Q. Hammons Hotels Inc. S’Holder Lit, Civil Action No. 758-CC. (Del. Ch. Mar. 25, 2009)

STS de 27 de Octubre 1994 [RJ 3724/1993]

STS 30 de Abril de 1999 [RJ 4660/13]

STJUE de 17 de Julio de 2002, C-2017/07

STS de 27 de Septiembre de 2011 [RJ 1568/2008]

SAN del 14 de julio de 2014 [RJ 3210/2014]

STS de 10 de Junio de 2016 [RJ 3597/2016]

Resolución de la CNE: *Informe sobre la autorización de transmisión de activos de generación de Endesa Generación S.A. a favor de Viesgo Generación S.L.*”, de 17 de julio de 2001

Resolución 985/2015, Tribunal Administrativo Central de Recursos Contractuales