

**GRADO EN DERECHO.  
CURSO 2017-2018.**

**FUSIÓN DE EMPRESAS Y  
OPA HOSTIL**

**Luis Álvarez Méndez**

**Tutora: María del Carmen Garcimartín.**



**UNIVERSIDADE DA CORUÑA**

# ÍNDICE

- 1.- INTRODUCCIÓN: Página 2
- 2.- CUESTIÓN PRIMERA. Racionalidad de la decisión del Consejo de Administración: Página 8
- 3.- CUESTIÓN SEGUNDA. Relaciones jurídico laborales en los casos de fusión y OPA: Página 14
- 4.- CUESTIÓN TERCERA. Concesiones y licencias administrativas en el ámbito del sector energético: Página 20
- 5.- CUESTIÓN CUARTA. Obligatoriedad de la Oferta Pública de Adquisición: Página 27
- 6.- CUESTIÓN QUINTA. Medidas contra la toma de control: Página 34
- 7.- CONCLUSIONES: Página 43

## **PROPUESTA DE FUSIÓN Y OPA HOSTIL**

## **PROPOSTA DE FUSIÓN E OPA HOSTIL**

## **MERGER OFFER AND HOSTILE TAKEOVER**

Wideknox Company es una S.A norteamericana, constituida y domiciliada en el Estado de Delaware, que se dedica al sector de las energías renovables.

En junio de 2016, el consejo de administración, compuesto por siete miembros, recibe una propuesta de fusión por parte del presidente del consejo de administración de una empresa española, Yanaris S.A, cuyo objeto social está también vinculado al ámbito de las energías renovables, más concretamente a la energía eólica.

La propuesta giraba en torno a un tipo de canje razonable, pero el consejo decide rechazarla por distintas razones. Ambas empresas difieren en su política de reparto de beneficios, ya que, mientras Wideknox reconoce en sus estatutos sociales el derecho a la distribución del 50% de sus ganancias en forma de dividendos, los beneficios de Yanaris S.A se envían a una reserva estatutaria destinada al aumento de la autofinanciación y al desarrollo de su proyecto empresarial. Además, a través de esta fusión por absorción, los accionistas de Wideknox verían diluido su poder de control y capacidad de toma de decisiones al integrarse con Yanaris S.A, empresa más valiosa y poderosa. Los accionistas de Wideknox pasarían a ser accionistas minoritarios y se encontrarían en una situación desventajosa. Por todo esto, Wideknox considera que debe de proteger a sus accionistas, y que estos inconvenientes e incompatibilidades son suficientes para rechazar la oferta realizada. Notifican el rechazo al consejo de la S.A española, la cual acepta y respeta la decisión.

Durante los primeros meses de 2016, el volumen de acciones de Wideknox cotizadas en el New York Stock Exchange (NYSE) oscilaba entre las 10.500 y las 25.000 acciones, con un valor de 14\$ por acción. En la última semana de junio de 2016, sin embargo, el valor de las acciones había aumentado considerablemente, llegando a alcanzar los 20\$ por acción. Al principio, ninguno de los miembros del consejo de administración conectó el interés de Yanaris S.A con el incremento en el precio y en el volumen de contratación de las acciones de Wideknox. Cuando, más adelante, se tomó la decisión de hacer una investigación minuciosa acerca de la identidad del comprador, descubrieron que Yanaris S.A ya era propietario de 100.000 acciones de Wideknox. Yanaris siguió comprando hasta hacerse con el 30% de la S.A americana. El consejo de administración empezó a mostrar una verdadera preocupación por la progresiva adquisición y toma de control de Yanaris S.A.

El consejo de Wideknox decide tomar cartas en el asunto y, en definitiva, detener el activismo comprador de la empresa española. Están pensando en la táctica de la “píldora envenenada” para hacer frente a la inminente OPA hostil.

#### CUESTIONES:

1. ¿Fue racional la decisión adoptada por la junta directiva de Wideknox Company cuando decidió rechazar la oferta de fusión?. ¿Incumplieron los deberes de cuidado, buena fe o lealtad al tomar esta decisión?.
2. Desde el punto de vista del ordenamiento español, ¿qué efectos produciría una fusión de sociedades españolas sobre los trabajadores de esas dos empresas?. ¿Se produciría una subrogación universal por parte de la empresa absorbente en todas las relaciones laborales (retribución, antigüedad, estatus y derechos) de la empresa absorbida?.
3. En el caso de que la fusión inicialmente propuesta fuese aceptada, aprobada y ejecutada, y habida cuenta del objeto social y la actividad de ambas empresas, ¿qué 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?. ¿Qué requisitos y exigencias deben de cumplir ambas empresas para que tales concesiones administrativas y licencias no sufran daños (p.ej. rescisión, cancelación o vencimiento anticipados, etc.)?.
4. Desde el punto de vista del Derecho español, ¿tendría Yanaris S.A el deber de presentar una opa obligatoria?. ¿Por qué?.
5. 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?.

Es presentado para su resolución un supuesto práctico en el que se efectúa, o se trata de efectuar, una fusión de empresas con una posible Oferta Pública de Adquisición, circunstancia que habremos de analizar a lo largo de este proyecto.

Se antoja ciertamente relevante el comenzar introduciendo la materia mediante un tratado doctrinal del Profesor Tapia Hermida (prologado por Juan Sánchez Calero), el cual efectúa un acertado análisis sobre la cuestión inicial de la fusión de empresas haciendo especial hincapié en los supuestos de una fusión transnacional.<sup>1</sup>

Para comenzar, debemos remarcar que existen dos instrumentos jurídicos en virtud a los cuales podemos realizar de forma efectiva concentraciones empresariales: por una parte, la fusión propiamente dicha, y, por otra, la Oferta Pública de adquisición (OPA en lo sucesivo); esta última se muestra especialmente relevante en los casos de sociedades cotizadas cuando se dé un cambio de control en la sociedad afectada y surja la

---

<sup>1</sup>TAPIA HERMIDA, Alberto J., SÁNCHEZ CALERO, Juan. Fusiones y OPAS Transfronterizas. Thomson Aranzadi, 2007. ( pp. 25-27).df

obligación de formular la mencionada OPA. De todos modos, reitero que tal vicisitud será tratada más adelante.

Si bien es cierto que ambas modalidades tienen como fin una concentración empresarial que aúne esfuerzos tanto materiales como económicos para alcanzar un más ágil desarrollo, existen diferencias entre ellas, tanto en lo referente a sus efectos como a los procedimientos.

En el caso de la fusión, el protagonismo recae inicialmente sobre los administradores, que llegan a un principio de acuerdo para luego trasladar dicha propuesta a los socios; lo contrario sucede en las Ofertas Públicas de Adquisición, en las que la Sociedad oferente realiza un llamamiento directamente a los socios de la opada con el fin de recabar su consentimiento a la hora de concretar la compraventa de sus acciones. Dicha operación puede darse con la aprobación o no de los administradores, dándose en uno y otro caso una Oferta Pública de Adquisición amistosa u hostil, respectivamente. Esta circunstancia será tratada de forma más exhaustiva a lo largo de la exposición.

Como acabamos de comentar, ambas difieren no sólo en su proceso, sino también en su efecto. Esto es así teniendo en cuenta que en el caso de la fusión el resultado se tratará de una única persona jurídica, en la que se constituya la nueva sociedad o absorbente. Por su parte, la Oferta Pública de Adquisición permite que se conserve la personalidad jurídica de ambas empresas, la oferente y la afectada. De todo esto debemos de concluir que en la práctica se da la posibilidad de que se complementen ambas figuras en tanto en cuanto una OPA puede constituir una fase previa a una futura fusión (se ha de tener en cuenta que la OPA ayuda en la toma de una participación significativa de una sociedad, de modo que una vez que la opante tome parte en la opada puede concluirse una fusión propiamente dicha a posteriori).

Es fácilmente comprensible que la ecuación se dificulte en el supuesto de que la operación se pretenda realizar en un contexto transnacional, es decir, que las empresas involucradas en la fusión se adhieran a diferentes nacionalidades, dándose tal circunstancia en el supuesto que nos atañe. Los problemas jurídicos que surgen, en primer lugar, desde el momento en que ambas empresas pertenecen a distintos países y que, por tanto, les será aplicable distinta legislación nacional. A esto hay que sumarle las adversidades propias del carácter transnacional del asunto.

Sin embargo, la situación se ve armonizada en los supuestos internos en la Unión Europea, dada las disposiciones en forma de directriz que plantean un panorama jurídico uniforme no sólo vinculante al ámbito de las operaciones sobre las que versa nuestro supuesto, si no al Derecho Internacional Privado en general.

Dicha producción legislativa no es relevante únicamente a efectos de regular los supuestos de fusiones en el ámbito de empresas pertenecientes a Estados Miembros; esto es así teniendo en cuenta que las diferentes Directivas emitidas por la Unión Europea proyectan su influencia de manera directa sobre el panorama jurídico español,

dejando así su huella en las leyes y reglamentos españoles que regulan las Fusiones y Ofertas públicas de adquisición.

Las disposiciones europeas ya mencionadas sirven para, además de armonizar el panorama jurídico en lo relacionado con las Ofertas Públicas de Adquisición, paliar la falta de normativa de dichas operaciones mercantiles, una función que viene cumpliendo de forma ciertamente solvente en los últimos años.

Comentábamos anteriormente que los métodos de OPA y fusión constituyen un dinámico método de agrupación y concentración de empresas, dando lugar esto mismo a una reorganización y reestructuración de las mismas conforme a necesidades operativas del ámbito mercantil, como pueden ser por ejemplo las demandas o cambios de mercado que requieren a su vez una respuesta por parte de las empresas. De esta forma se presenta una realidad económica que plantea una amplia variedad de supuestos que el Derecho debe regular, entrando de esta manera en los problemas de carácter jurídico que estos suscitan.

Ciertamente, las operaciones de fusión y adquisición se asientan en los contratos supeditados a un intercambio y dicha circunstancia se muestra con claridad en el supuesto de las OPAS<sup>2</sup>. Esto es así desde el momento en que existe una compraventa de participaciones (o siempre de acciones si se trata de una sociedad cotizada), y, por lo tanto, un trueque de unidades monetarias por una transmisión de acciones desde los accionistas de la sociedad opada a la opante.

Pese a la generalidad que plantean estos supuestos de contratación basados en la permuta, debemos tener en cuenta otro tipo de factores que, sin lugar a dudas, plantean serias trabas en la ecuación. Ello se traduce en una vasta casuística situacional relativa a las condiciones tanto de las empresas involucradas en la operación, como de las operaciones en sí mismas<sup>3</sup>. Entre dichos puntos de influencia se encuentra el hecho de que la transmisión verse sobre acciones o participaciones societarias o sobre el activo de la misma (en cuanto a estos últimos habrá que comprobar si su traspaso altera la unidad económica o funcional empresarial); que la sociedad afectada se trate de una cotizada, teniendo en cuenta las vicisitudes que ello pueda conllevar, como la obligatoriedad de lanzamiento de OPA (cuestión que trataremos más adelante), entre otros.

Con el fin de atenuar las dificultades que la realidad descrita puede conllevar, la práctica ha traído a colación una estandarización o generalidad contractual para estos supuestos, no sólo a nivel nacional, sino también para supuestos transnacionales (como es nuestro caso). Esta estandarización se presenta como una notable ayuda a la hora no sólo de facilitar los procedimientos que vamos a describir a lo largo de este Trabajo de Fin de

---

<sup>2</sup>También en las fusiones de empresas que no impliquen desplazamiento de acciones con atención a lo que vamos a exponer.

<sup>3</sup>QUETGLAS, Rafael Sebastián, GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid 2016, Wolters Kluwer. Páginas 51 y siguientes.

Grado, sino de dotar de seguridad a las relaciones jurídicas en las que se vayan a obligar las partes involucradas en la fusión.

La estandarización a la que nos referimos viene dada por una reducida adaptabilidad de nuestro a una compraventa de un elemento sumamente complejo y heterogéneo como es una empresa; lo cual, a nuestro juicio, prepara un caldo de cultivo idóneo para que, como ya comentamos, la práctica se incline por una forma de contratación generalizada que de manera destacada toma raíz en el derecho anglosajón. Este hecho suscita dudas en cuanto a la adecuación de las figuras jurídicas aportadas por este sistema a las más tradicionales existentes en el nuestro<sup>4</sup>.

Independientemente de esto último, es un hecho probado que estos sistemas generalizados de fusión se han consolidado en el panorama, como comentaba, no sólo nacional, sino también en el internacional. Lo cierto es que los mencionados sistemas sí han sabido dar respuesta a la cuestión que supone el cambio de manos de un elemento tan complejo como es una empresa o una sociedad, y es por esto que ha calado de forma tajante en el panorama jurídico económico internacional. En relación a esto mismo, me gustaría hacer hincapié en la internacionalidad de este tipo de transacciones.

A mi juicio, teniendo en cuenta lo relatado por distintos autores, otra razón de peso para el uso de sistemas generalizados es la facilidad que aportan a la hora de concretar una fusión transfronteriza. Comentábamos con anterioridad que uno de los problemas que surgen en la adquisición de una sociedad de distinta nacionalidad es la dualidad de sistemas jurídicos nacionales concernientes a cada una de las empresas. Pues bien, considero que el atenerse a un modelo de contratación generalizado contribuye de manera notable a superar este obstáculo, permitiendo reducir los tiempos de negociación y conclusión de la operación, además de dotar de mayor seguridad a las relaciones jurídicas contraídas entre ambas partes.

La práctica jurídica nos lleva a pensar que la contratación relativa a la adquisición no se antoja excesivamente complicada, sobre todo cuando ambas partes disponen de información suficiente sobre la empresa adquirida (tomando especial relevancia en este plano el tema de información). Esto ocurre, por ejemplo, cuando comprador y vendedor son socios de la misma sociedad, o en los supuestos de sociedades cotizadas, dada la densa cantidad de información pública y disponible a todos los efectos de estas personas jurídicas, siendo posible de esta manera para el comprador la realización de un examen exhaustivo estudio y análisis de la empresa que va a adquirir.

---

<sup>4</sup>Comenta JAVIER GARCÍA DE ENTERRÍA en la obra *Manuales de fusión y adquisición de empresas*, un ejemplo ilustrativo de lo que se menciona en este último párrafo. Habla de una figura que, de forma habitual, se intuye en los contratos pertenecientes a esta generalidad que venimos describiendo y que, de igual manera, carece de contenido en nuestro ordenamiento, como son las “representaciones y garantías”. A juicio del autor Rafael Sebastián QUETGLAS, siendo tajante en su discurso y descripción de estas mismas, dichas representaciones y garantías, en la práctica, no son ni representaciones ni garantías en un sentido técnico. Ello, de acuerdo con lo expuesto por el autor, da lugar en algunas ocasiones a la aparición de determinados desajustes formales.

Sin embargo, el asunto sufre complicaciones cuando se trata de un tercero el que se dispone a adquirir la empresa, debiendo tratar la mayor cantidad de información posible de cara a cumplimentar el requisito de la due diligence que exige el Derecho Mercantil para adquisiciones (no sólo de empresas, también en un ámbito general). A estos efectos, en muchas ocasiones el vendedor habrá de confiar en la información aportada por el vendedor para realizar dicha investigación.

Ya siendo más concretos con lo que atañe a nuestro supuesto, hemos de comentar que a lo largo del desarrollo jurídico, tanto doctrinal como jurisprudencial del mismo, trataremos diferentes vicisitudes relativas a la fusión y OPA, hostil en este caso. Analizaremos la conducta de los administradores de Widenox Company con el fin de juzgar la diligencia de su proceder. En otro orden de cosas, determinaremos el devenir jurídico de las relaciones tanto laborales como de carácter administrativo de la empresa absorbida, así como la posible obligación de formular una OPA hostil y las posibles medidas contra esta.

**1. ¿Fue racional la decisión adoptada por la junta directiva de Widenox Company cuando decidió rechazar la oferta de fusión?. ¿Incumplieron los deberes de cuidado, buena fe o lealtad al tomar esta decisión?.**

Para tratar la primera cuestión, es necesario desarrollar tanto las obligaciones de lealtad y cuidado exigidas de forma general a los órganos societarios como las conductas debidas en el específico supuesto de una adquisición empresarial. Es necesario comentar también que los socios tienen el deber de confiar en la labor de los administradores, si bien es cierto que éstos pueden adoptar, y de hecho adoptan, distintas medidas defensivas en contra de la oferta, lo cual ocurre en nuestro supuesto y que habremos de analizar.<sup>5</sup>

Por otro lado, el punto de inflexión sobre el que versa no sólo esta cuestión, si no el supuesto en sí mismo, es el hecho de que el Consejo de Wideknox Company rechazase la oferta de Yanaris y que la oferta se convirtiera de esta manera en una opa hostil. Está claro que el procedimiento es mucho más sencillo en el caso de las Ofertas amistosas, que cuentan con el apoyo y colaboración de los administradores. En dicha circunstancia, no se hace tan necesario el estudiar su forma de actuar, ya que esta tendrá carácter favorable a la formulación de la Oferta y no será perjudicial para los socios.

La regulación que desarrolla los deberes de los órganos administrativo-societarios en nuestro país ha sufrido diversas mutaciones a lo largo del tiempo, las más recientes en

---

<sup>5</sup>RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel. *Los límites legales a la Actuación de los Administradores de la Sociedad Opada (Ley del Mercado de Valores y desarrollo reglamentario)*. THOMSON REUTERS, ARANZADI. Publicado en Navarra en el año 2010. Páginas 22 y siguientes.



un intento de introducir en derecho español la figura americana del “business judgment rule” (que luego analizaremos con más profundidad).

A estos efectos, debemos tener en cuenta los cambios introducidos por la ley 31/2014, para la mejora del gobierno corporativo que ha supuesto un desarrollo relevante del régimen de los deberes de los administradores en las sociedades de capital.

Para empezar, es necesario tomar en consideración la traslación de custodia de intereses que se da en las sociedades al emerger un administrador socio o administrador tercero que tendrá que velar por los intereses societarios. Así, la regla general que regirá esta actividad será la de “buena fe”.

Lo cierto es que la buena fe es un concepto jurídico de frecuente aparición en nuestro Derecho. Lo abstracto que puede ser en ocasiones nos obliga a efectuar una concreción que permita distinguir si las actuaciones llevadas a cabo en nuestro supuesto se ajustan a Derecho. Una de las claves la vamos a encontrar en el artículo 225 de la Ley de Sociedades de Capital sobre la conducta exigible conforme al deber de diligencia, la naturaleza del cargo, las funciones atribuidas, la dedicación adecuada y al adopción de medidas precisas para la buena dirección y el control de la sociedad.<sup>6</sup>

La reciente Ley de mejora del Gobierno Corporativo se incardina en nuestra legislación societaria mediante el desarrollo de los parámetros de responsabilidad de un buen empresario que actúe sin interés personal, con información suficiente y con arreglo a un proceso de decisión informado. Aún así, también se trata de proteger a los directivos con el fin de darles cierta libertad en la toma de decisiones (algo que, asimismo, evita un continuo trajín de Juntas Generales para la toma de decisiones más banal). Todo ello se efectúa mediante la “protección de discrecionalidad empresarial”.

En este ámbito cobra protagonismo la racionalidad y necesidad de motivación a la hora de establecerse resoluciones por parte del órgano decisorio.<sup>7</sup> No debemos olvidar el deber de buena fe y ausencia de interés propio existente en nuestra Ley, que hace que esa protección de discrecionalidad empresarial se halle a caballo entre la lealtad y diligencia requeridas. Es por esta razón que los administradores gozarán de dicho amparo siempre y cuando podamos calificar su modo de actuar de diligente (teniendo en cuenta también la ventura o desventura propia de los negocios, si una decisión del órgano corporativo resulta fallida por razones de mercado no es posible exigir responsabilidad, siempre y cuando cumpla los requisitos que venimos exponiendo).

Pese al marco de discrecionalidad en el que debemos encuadrar la racionalidad o razonabilidad del órgano decisorio, no podemos reconocer una absoluta impunidad para

---

<sup>6</sup> HERNANDO CEBRIÁ, Luis. La buena fe en el marco de los deberes de los administradores de las sociedades de capital: viejos hechos, nuevas implicaciones. ADC, tomo LXIX, 2016, fasc. IV P. 1385 y ss.

<sup>7</sup> Lo cual es de vital importancia para lo que nos atañe, ya que se cuestiona de forma expresa en el enunciado la racionalidad de las decisiones adoptadas por los Consejeros de Widenox.

con las conductas decisorias en relación al riesgo de empresa, precisamente se trata de llevar a cabo un control sobre estos riesgos para evitar decisiones notoriamente negligentes o irracionales.

De esta manera, será necesario tener en cuenta la diligencia tomada por el empresario en relación a las exigencias de honestidad que serían esperables de él, todo ello para tomar una determinación conforme al interés social.

A mi juicio, esta retahíla de deberes y diligencias a tomar por los directivos societarios se muestran, a priori, carentes de una claridad que precisamos a la hora de formar una idea sobre el modo de actuación llevado a cabo en nuestro supuesto práctico. Con el fin de suplir esta falta de concisión, me parece interesante el invocar la normativa que desglosa de forma específica casos de fusión como el nuestro.

Hoy en día nuestro ordenamiento jurídico aboga por una delegación en la Junta General en la toma de decisiones de especial relevancia para el porvenir de la sociedad, entre ellas la fusión. Ello se deriva de una serie de reformas introducidas en el Derecho español en diferentes normas.

La primera es, cómo no, la Ley de Sociedades de Capital. La última actualización de 2014 ha empoderado de forma notable a la Junta General, estableciendo entre sus competencias el resolver sobre asuntos de especial consideración. Entre ellos están la venta de activos esenciales o disolución de la sociedad, aunque nuestra atención deberá centrarse en el apartado g), que establece que será la Junta la que deba acordar sobre la transformación, fusión, escisión o cesión global del activo y pasivo.

También la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades de Capital (3/2009, de 3 de abril) se manifiesta en este mismo sentido a la hora de regular los acuerdos de fusión. Para ser más concretos, su artículo 40 establece que la fusión habrá de ser acordada por la junta de socios de cada una de las sociedades que participen en ella ajustándose estrictamente al proyecto común de fusión, con los requisitos y formalidades establecidos en el régimen de las sociedades que se fusionan.

Visto esto, salta a la vista que el Derecho societario español dota de protagonismo a los accionistas y socios en relación a los asuntos que determinan el futuro de la empresa, lo cual resulta lógico. Luego resolveremos acerca de la adecuación del proceder Wideknox, Company referente a este asunto.

Estimo oportuno en este momento, una vez hecha una aproximación a nuestro ordenamiento en cuanto a derechos y deberes relativos a los administradores, tomar en consideración (dado que Wideknox Company es una empresa americana) la postura que la experiencia jurisprudencial y financiera americana, y más concretamente la de Delaware, han adoptado sobre el asunto.

A estos efectos, el eje central sobre el que gira su sistema es la figura jurídica del business judgement rule (integrada en la legislación española en las últimas reformas de

la Ley de Sociedades de Capital, siendo cierto que no funciona de forma idéntica a la estadounidense como a continuación analizaremos), un concepto que toma fuerza en el derecho anglosajón, ya que su vigencia se extiende a países de habla inglesa como Canadá, Inglaterra y Gales y Australia, aunque, atendiendo a la nacionalidad americana de Wideknox Company, nuestra labor de investigación se centrará en el Código de Delaware (teniendo en cuenta también los sistemas federales según el Estado de que se trate).

Es posible definir la “Business judgment rule” como una rama doctrinal derivada de la jurisprudencia relacionada con el derecho corporativo, y que toma base en el principio de presunción de buena fe en la actuación de los órganos de gobierno y en la correspondencia de esta actuación al interés tanto de la sociedad como de los accionistas. Entre las decisiones que tomen dichos órganos se encuentra el trazar planes empresariales a largo plazo, así como la contratación y despido de cargos ejecutivos. Para el ejercicio de esas facultades, el sistema jurídico de Delaware establece las presunciones que acabamos de comentar: una decisión del órgano corporativo no será penada por un tribunal si no media conflicto de interés y se ha tomado en base a la buena fe, además de salvaguardar el deber general de cuidado.<sup>8</sup> En este sentido, el derecho de Delaware no imputa responsabilidades a los administradores por la mala ventura de una decisión si esta viene dada por el devenir de los negocios.<sup>9</sup> Por otro lado, debemos desarrollar los principios de “Duty of loyalty”, y “Duty of care”, profundamente consolidados también en su ordenamiento.

En cuanto a la “loyalty” americana (la cual debe ser comparada de forma equivalente con el deber de lealtad de la Ley de Sociedades de Capital, con las diferencias y salvedades que a continuación comentaremos), esta se sustenta en una base de identidad parecida a la española. Los administradores deben actuar en todo caso, como venimos destacando, actuando de buena fe y siempre en beneficio de la “corporation”. De igual manera, el ejercicio de gestión deberá ser desempeñado atendiendo a la legislación de Delaware, siendo posible llevar a cabo los negocios jurídicos permitidos por la misma, así como utilizar las acciones legales que se estimen pertinentes y que permita la norma.

En segundo lugar, debemos desarrollar el ya mencionado “Duty of care”, que en términos latinos debemos, a mi juicio, equiparar a nuestro “deber de cuidado” que

---

<sup>8</sup><https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/>: “Delaware law affords directors making such decisions a set of presumptions—known as the “business judgment rule”—that, so long as a majority of the directors have no conflicting interest (see “duty of loyalty” below) in the decision, their decision will not later be second-guessed by a court if it is undertaken with due care and in good faith. The business judgment rule, which applies even if the business decision later turns out to have been unwise, is the centerpiece of Delaware corporation law.”

<sup>9</sup>En este aspecto, la corriente doctrinal y jurisprudencial americana se asemeja ciertamente a la española. En nuestro ordenamiento se recogen de forma similar los deberes de lealtad y buena fe, así como el de cuidado (entre otros) que los administradores, u órganos de administración estatutariamente establecidos deben respetar en todo momento. Así, nuestra Ley de Sociedades de Capital ampara a aquellos directivos que tomen decisiones con arreglo a estos deberes de diligencia y protección del interés social.

también se impone por el Ordenamiento. Dicha obligación conlleva el que los directivos tomen decisiones por sí mismos, confiando en sus subordinados cuando sea necesario. El ejercicio de esta función deberá efectuarse con arreglo a la diligencia empresarial requerida; así, la toma de decisiones está sujeta a un deber de actuar con la información suficiente. Ello se dispone dejando a salvo que el órgano ejecutivo deba analizar de manera crítica la información que llegue a su poder, bien venga proporcionada por cargos afines o haya sido recabada por él mismo.

Por otra parte, el que se consideren cumplidas dichas obligaciones va a depender de una serie de factores que habrán de ser analizados: el tiempo invertido en revisar la información, así como del disponible para efectuar dicha revisión; qué tipo de información se tuvo en cuenta; la contratación o no de asesoría jurídico-económica, entre otras.<sup>10</sup>

Hasta este punto hemos encontrado ciertas similitudes y diferencias entre ambos sistemas. Sin embargo, la brecha definitiva surge al analizar el entramado legislativo que existe en torno al Código de Delaware regulador del Derecho Mercantil local, sobre todo al tratar el artículo 102.b (7).<sup>11</sup> Dicho artículo (section) contiene una provisión que permite la dispensa de responsabilidad de los administradores en el deber de cuidado, siempre que se respeten las excepciones recogidas en dicho precepto (“A provision eliminating or limiting the personal liability of a director to the corporation or its stockholders for monetary damages for breach of fiduciary duty as a director, provided that such provision shall not eliminate or limit the liability of a director: (i) For any breach of the director's duty of loyalty to the corporation or its stockholders; (ii) for acts or omissions not in good faith or which involve intentional misconduct or a knowing violation of law; (iii) under § 174 of this title; or (iv) for any transaction from which the director derived an improper personal benefit”, entre otras).

A mi juicio, la disparidad surge en la permisón del Ordenamiento Americano de incluir dicha dispensa en lo que sería una suerte de escritura de constitución (esta sección en concreto habla de “certification of incorporation”<sup>12</sup>). Todo ello se contraponen a nuestra

---

<sup>10</sup>En cuanto a esto último, teniendo en cuenta la información proveída por el Gobierno del Estado de Delaware (<https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/>), podemos concluir que la intervención judicial en supuestos de incumplimiento de los deberes de lealtad y cuidado tiene carácter residual. El Derecho de Delaware recoge un principio rector vinculante a estos casos, el “gross diligence standard” (estándar de negligencia grave), que determinará el proceder de un procedimiento contencioso. Así, los Tribunales de Delaware tomarán parte únicamente si el organismo de mandato se desliga de forma notoria del cumplimiento de las mencionadas obligaciones. Considero que en este aspecto las Disposiciones de Delaware en dicha materia son ciertamente distintas a nuestro ordenamiento, más aún teniendo en cuenta lo que expondremos a continuación.

<sup>11</sup>A su vez, está relacionado con el artículo 141 (a), que viene a transponer al texto legal los deberes que venimos desarrollando.

<sup>12</sup>Un certificado que marcará las pautas del régimen interno de la sociedad, <https://www.delawareinc.com/blog/company-formation-documents-defined/>

Ley de Sociedades de Capital. Para ser más exactos, considero que la contraposición se da frente al artículo 230 LSC.

Dispone dicho precepto con clarividencia un régimen de imperatividad respecto de los deberes de lealtad y cuidado de los administradores, careciendo de validez aquella cláusula estatutaria que limite dicha obligación, de acuerdo con el párrafo primero del artículo: “El régimen relativo al deber de lealtad y a la responsabilidad por su infracción es imperativo. No serán válidas las disposiciones estatutarias que lo limiten o sean contrarias al mismo.”

Esto mismo se articula sin perjuicio de la regulación el apartado segundo de ese mismo artículo; en él es facultada la sociedad para dispensar a los administradores de dichos deberes, resaltando salvedades relativas al tipo de acto que se pretenda dispensar (ya sea la utilización de activos sociales u obtención de ventaja con respecto a un tercero o la obligación de no competir con la sociedad, por ejemplo). La diferencia radica en que este sistema permite una dispensa que se aprobará para cada supuesto concreto, no siendo posible el conceder una indulgencia de carácter general mediante disposición estatutaria (al contrario, como acabamos de ver, de lo que sucede con lo dispuesto por el Delaware Code).

El Estado de Delaware reivindica su medida como una manera de fomentar la creatividad en la gestión de los negocios, así como la asunción de riesgos financieros que puedan suponer un beneficio económico para la sociedad, siempre desde la buena fe (“This provision, Section 102(b)(7), is designed to facilitate management creativity and good-faith risk taking to enhance stockholder wealth.”). En mi opinión, esta medida promueve un ejercicio de la administración más libre, eso sí, también puede hacer surgir la tentación de tomar decisiones con intereses distintos a los societarios, creyéndose los directivos impunes en vista a esta libertad que se les concede.

No es ajeno el Delaware Corporate Law al mandato de sometimiento a la Junta General de la resolución acerca de la fusión. De hecho, el artículo 251, el cual se engloba en el Subchapter 9 (Chapter 1) y que alude a “Merger, Consolidation or Conversion”. Nace en este contexto la potestad de reunión del órgano administrativo con el propósito de tomar en consideración la propuesta de fusión. De esta forma, será competencia de los Consejeros el aportar su pensamiento acerca de la misma, elaborando el correspondiente dictamen que se indica en el apartado b) del precepto.

Como bien se puede colegir de lo literal de la descripción del ejercicio práctico, estas disposiciones sí han sido debidamente cumplimentadas. No sucede lo mismo, como a continuación determinaremos, con lo exigido por el epígrafe c). Este mismo complementa la creación del informe que acabamos de mencionar con su rendición a la Junta General de Accionistas para la determinar la procedencia o no de la unificación empresarial.

Una vez concluido este extenso desarrollo doctrinal, es el momento de relacionarlo con el supuesto que nos atañe. Con tal fin trataremos de establecer si el órgano administrativo de Wideknox Company actuó con arreglo a los intereses sociales, teniendo en cuenta además la due diligence requerida al vendedor.<sup>13</sup>

Los Directivos de Wideknox Company reciben una propuesta de una empresa española (Yanaris) para llevar a cabo la fusión de ambas. Concluyen que no es conveniente conforme al buen fin de la sociedad que administran (dando una serie de razones contenidas en el enunciado), con lo que convienen en desecharla. Desde mi punto de vista, dicha forma de proceder no se ajusta a Derecho conforme a lo ya mencionado.

Para empezar, es obviado el contenido del artículo 251 de la Delaware Corporate Law, puesto que los administradores desechan la oferta sin notificar la existencia de la misma a los socios ni convocar la Junta General pertinente. Lo procedente habría sido reunir a los accionistas en dicha Junta y, si realmente consideran que la forma de reparto de los beneficios de Yanaris resulta desfavorable, son completamente libres de hacérselo saber a los socios en la Junta, siendo posible incluso el proponer y aprobar la inclusión de medidas defensivas en los estatutos, si es que consiguen convencer al accionariado de la inadecuación de la oferta. En este sentido el ordenamiento no promulga un comportamiento íntegramente pasivo por parte de los administradores, sino que permite cierto tipo de actuaciones de acuerdo a la voluntad de los accionistas. Claramente, el Consejo no tiene en cuenta en absoluto su opinión.

El otro argumento sostiene que la entrada de Yanaris supondría una reducción del poder de los accionistas, una razón respecto de la cual surgen serias dudas : ¿de quién es la empresa, de los administradores o de los accionistas? ¿quién debe meditar y decidir sobre la presunta pérdida de poder político, estos o aquellos?. En nuestro caso, estas cuestiones ni siquiera son objeto de reflexión o cávila, pues los administradores ya han decidido en lugar de los verdaderos legitimados, que en dicha propuesta no han tenido ni voz ni voto (nunca mejor dicho, al no haberse celebrado la Junta).

Si bien es cierto que los administradores afirman que su intención fue en todo momento velar por los accionistas, no lo han hecho del modo correcto, ya que deben ser los socios los que decidan el devenir de la sociedad de la que son propietarios, sin perjuicio de que sean advertidos de los posibles peligros que pueda entrañar la operación.

Así, es nuestra conclusión que no se ha tomado una decisión racional y leal por parte de los administradores. Ni siquiera desde el punto de vista del derecho americano, el cual, aún siendo más laxo en cuanto a la actuación gestora, descansa igualmente en los principios de respeto del interés social y de la decisión del accionariado para con la fusión, algo que no se ve respetado en nuestro supuesto.

---

<sup>13</sup> Según ACOSTA ÁLVAREZ, Tomás José, en *Manual de Fusiones y Adquisiciones de Empresas* (Página 88), existe la obligación del vendedor y sus administradores de proporcionar al comprador la información que les sea posible transmitir.

**2.- Desde el punto de vista del ordenamiento español, ¿qué efectos produciría una fusión de sociedades españolas sobre los trabajadores de esas dos empresas? ¿Se produciría una subrogación universal por parte de la empresa absorbente en todas las relaciones laborales (retribución, antigüedad, estatus y derechos) de la empresa absorbida?.**

Con anterioridad hicimos mención a la importancia de las fusiones y Ofertas Públicas de adquisición como factores de reorganización en el ámbito empresarial. Estas suponen una entrada de la sociedad oferente en la afectada, que tomará parte del poder político en la misma. Así, una vez completada la adquisición, la sociedad oferente ejercerá potestades de carácter empresarial, siendo posible de esta manera que se produzcan cambios que reestructuren los modelos societarios seguidos hasta ese momento. Todas estas modificaciones pueden alcanzar a las relaciones jurídico-laborales de la empresa. Es por ello que las Ofertas Públicas de Adquisición también competen a los trabajadores, que disponen de ciertos derechos en las mismas.

En este contexto se torna relevante una fluida comunicación entre los órganos corporativos y los trabajadores con el fin de que la transición sea lo más leve posible para ambos. La influencia que los trabajadores proyecten sobre la Oferta, bien sea positiva o negativa, constituye una variable a tener en cuenta para el buen fin de la operación.

Dicho esto, habremos de determinar la delimitación del derecho de información (que nos sirve para contextualizar) para con los trabajadores en el ámbito de las Ofertas, que toma base en varios textos legales como ya hemos comentado, uno de ellos es el Real Decreto 1066/2007, cuyo artículo 25 cobra protagonismo.

Aparte de dicha ley, el Real Decreto 4/2015 regulador del Mercado de Valores ordena el desarrollo reglamentario de dicha cuestión en su artículo 133, que reza: “Reglamentariamente se establecerán: (...) o) La información que habrá de suministrarse por los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores, así como el procedimiento aplicable a dicha obligación, ello sin perjuicio de lo establecido en la legislación laboral”<sup>14</sup>

---

<sup>14</sup>MARCOS, Francisco, en el artículo doctrinal *La información a los trabajadores en las Ofertas Públicas de Adquisición* (Revista de Derecho de Sociedades núm. 30/2008 1 parte Varia, Aranzadi S.A.U, 2008, página 1) hace referencia a la regulación anterior, concretamente a la Ley 6/2007, en cuyo artículo 60.5 se establece esta misma remisión al desarrollo reglamentario.

De esta manera toma el relevo el artículo 25 del Real Decreto 1066/2007 sobre OPAS, que impone a los administradores una obligación de informar a los trabajadores acerca de la existencia de dicha Oferta.

Mediante este deber se trata de paliar el secretismo y confidencialidad presentes en este tipo de negocio de modo que los empleados puedan conocer su situación en todo momento. Ellos son los principales beneficiarios de tal derecho, aunque el texto amplíe dicha legitimación a los representantes de los mismos<sup>15</sup>.

El mencionado deber de información tiene carácter inmediato y automático, lo cual es de vital importancia de cara a preparar una estrategia de intervención en la reestructuración empresarial por parte de los trabajadores y sus representantes. Ellos tienen la potestad de ejercitar las medidas de presión que ampare el ordenamiento laboral, así como hacerse un hueco en la negociación para garantizar ciertas condiciones a los representados (compromisos en caso de solapamiento de funciones, prejubilaciones, mantenimiento de representación sindical... etc.).

En lo relativo a la legislación laboral, el Estatuto de los Trabajadores también tiene voz con respecto a la materia que nos atañe. Concretamente, su artículo 44, apartado primero, trata la suerte que correrán los contratos de trabajo en un supuesto de sucesión de empresas. Así, dispone que el mero cambio de titularidad no supone la extinción las relaciones laborales existentes, por lo que el nuevo empresario se subrogará en los derechos y obligaciones de laborales y de Seguridad Social que eran competencia del anterior.

Dada la definición de relación laboral como un intercambio de salario por trabajo debemos concebir esta misma como un acuerdo bilateral, de modo que una novación subjetiva (por cambiar una de las partes, los empresarios en este caso) deberá contar con el consentimiento de ambas partes. Pese a esto mismo, la sucesión de empresa del artículo recién mencionado se presenta con el siguiente rótulo “Garantías por cambio de empresario”, ya que se trata de una novación por disposición de la ley. Por ello, no será necesario el beneplácito del trabajador.

Para dilucidar de qué se trata exactamente el concepto de sucesión de empresa, debemos tomar en consideración la definición de esta misma como un conjunto de elementos que operan de forma homogénea con el fin de explotar su objeto de carácter mercantil. En este contexto, la transmisión deberá mantener la entidad económica de la empresa (y, por tanto, de los medios destinados a llevar a cabo una actividad económica).

El Tribunal Supremo ha establecido a lo largo de los años un criterio jurisprudencial en este sentido; para determinar la sucesión de empresa habrá que tomar en consideración el tipo de empresa o centro de actividad de que se trate. En cuanto a estos, habrá que

---

<sup>15</sup>Tan pronto como se haya hecho pública una oferta pública de adquisición, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y el oferente informarán a los representantes de sus respectivos trabajadores, o en su defecto, a los propios trabajadores



comprobar si los elementos que se han adquirido son, efectivamente, relevantes para la continuidad de la actividad mercantil, habida cuenta de su valoración en el momento de la transmisión (en relación con este aspecto considero que puede servir de indicio la reforma sufrida por la Ley de Sociedades de Capital y la introducción del artículo 160, sobre la competencias de la Junta General. Concretamente, su apartado f) considera activos esenciales aquéllos que superen el 25 por ciento del valor de los activos presentados en el último balance). Visto lo visto, podemos extraer la conclusión de que el requisito central es la transmisión de una explotación económica independiente y susceptible de explotación con inmediatez a su transmisión.<sup>16</sup>

Me gustaría destacar como último detalle acerca del requisito de la transmisión de explotación que dicha transmisión no podrá incluir elementos independientes de la actividad económica (naves o edificios que, aunque sean vitales para la actividad económica, no estén en condiciones para comenzar con la actividad de forma inmediata como decíamos antes)<sup>17</sup>. Es, a priori, irrelevante que dichos elementos se transmitan en un solo negocio jurídico o en varios. Aún así, es frecuente que dicha transmisión se produzca en virtud a una sola operación, ya sea de transmisión de activos o de fusión de sociedades u Oferta Pública.

Dicho esto, es necesario pues tratar los efectos que desprende la sucesión de empresa. Entre ellos debemos destacar el contenido en el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores que ya comentamos: el mantenimiento de los contratos de los trabajadores afectados, atendiendo también a las responsabilidades tanto del empresario cedente como del cesionario en cuanto a obligaciones laborales y de Seguridad Social.

De este modo, podemos determinar como efecto característico se trata de, según el artículo 44 del Estatuto de los Trabajadores, de la subrogación del adquirente “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 hubiera adquirido el cedente”.

Del texto legal se extrae que la sucesión de empresa en sí misma no producirá la rescisión de los contratos de trabajo, así como tampoco debería inducir a una mutación en los elementos organizativos de la actividad empresarial. Así, los trabajadores tendrán

---

<sup>16</sup>Sentencia del Tribunal Supremo ( Sala 4ª de lo Social ). Resolución del 27 de Octubre de 1994, Recurso 3724/1993. RJ 1994\8531

<sup>17</sup>En este sentido se manifiesta el Tribunal Supremo (Sala 4ª, de lo Social) en su sentencia de 24 de septiembre de 2012 (Rec.3252/2011,RJ 2012\10287). En ella se trata el caso del Hotel las Dunas, en el que la venta del inmueble (que, al fin y al cabo, se trata de la base del tráfico negocial hotelero) no se consideró sucesión de empresa al hallarse, como decimos, desnudo y sin los enseres necesarios para la hostelería.

un nuevo empleador que será encargado de continuar respetando sus derechos como lo hacía el anterior.<sup>18</sup>

Si bien es cierto que el precepto del Estatuto de los Trabajadores que acabamos de desarrollar instauro un régimen jurídico de carácter general, debemos tener en cuenta las circunstancias especiales que se pueden derivar de un supuesto de fusión de empresas. Luego de esta misma puede darse una duplicidad en los puestos de trabajo que suponga un impedimento al desarrollo del dinamismo societario, lo que faculta al cesionario a extinguir los contratos que estime necesarios, así como efectuar modificaciones en las condiciones laborales que se requieran.<sup>19</sup> Dicha resolución contractual puede tener carácter individual o colectivo, siempre con la concurrencia de causas económicas o de producción y siempre tomando en cuenta los requisitos legales.

En cuanto a la resolución de contratos en la sucesión de empresa, existe Jurisprudencia útil de cara a comprender dicha cuestión, y que se fundamenta en artículos del Estatuto de los Trabajadores que en breves nos servirán de base.

En concreto, la Sentencia a tratar (Tribunal Superior de Justicia de Málaga, Sala de lo Social Sección 1ª, Sentencia 1047/2005, de 1 de abril) sobre la integración de Donut y Panrico y la suerte que corrieron los empleados. Estos alegan que, para considerarse conforme a derecho los despidos efectuados, debería haberse elaborado un Expediente de Regulación de Empleo, cuestión que el Tribunal resuelve de la siguiente manera “El artículo 52 c) del Estatuto de los Trabajadores permite al empresario extinguir el contrato de trabajo cuando exista la necesidad objetivamente acreditada de amortizar puesto de trabajo por alguna de las causas previstas en el artículo 51-1, distinguiéndose entre extinción por causas económicas, con el fin de contribuir a la superación de situaciones económicas negativas, y extinción por causas técnicas”, fallando así a favor de los empresarios. Dichos preceptos dan base a la finalización de relaciones laborales en cuanto a las duplicidades que venimos explicando.

Por supuesto, lo dicho hasta ahora es vinculante únicamente para los contratos dotados de eficacia al momento que se produce la sucesión. De esta manera, no se beneficiarán del régimen general de protección los trabajadores cuya relación laboral hubiese finalizado (no siendo así para las relaciones pendientes, como de baja o excedencia). Considero necesario, eso sí, remarcar lo que antes comentábamos, y es que a diferencia de los accionistas, los trabajadores sí tendrán voz, pero no voto en la OPA. Es por esto,

---

<sup>18</sup>Dicha conclusión es consecuencia directa de la subrogación del adquirente en la compra de la empresa.

<sup>19</sup>Los autores GARCÍA-PERROTE ESCARTÍN, Ignacio y BARROS GARCÍA, Mario, en la obra *Manual de Fusiones y Adquisiciones de empresas* página 1055, hacen hincapié en esto mismo. Los procesos de integración empresarial implican el aunar dos sistemas de producción, dos unidades de trabajo que hasta el momento de la absorción eran independientes y funcionaban por separado. Es este factor el que puede dar lugar a, como ellos bien indican, sinergias, redundancias o duplicidades que sí constituyen un motivo para extinguir las relaciones laborales. Pese a ello, también hacen referencia a resoluciones que se manifiestan en sentido contrario: sentencia del Tribunal de Justicia y de las Comunidades Europeas de 10-2-1988, Daddy’s Dance Hall).

que no será necesaria la concurrencia de consentimiento por parte de los trabajadores. Como consecuencia de ello, tampoco podrán solicitar una compensación económica en caso de querer resolver su contrato, dado que no pueden negarse a la fusión.

En continuación con el discurso acerca del aspecto subjetivo en la sucesión de empresas, habrá que tener en consideración que, además de estar en vigor, el contrato de trabajo deberá vincular a los trabajadores con la unidad empresarial afecta a la fusión. Ahora bien, surgen los problemas cuando un mismo trabajador ejerce su profesión para varias unidades separadas. En este caso, la jurisprudencia ha considerado, con carácter general, que no se podrá aplicar una regla de proporcionalidad a la hora de estimar qué empleados están afectados por la transmisión (esto es, si la unidad de negocio representa un cuarto de la actividad empresarial, no se transmitirán automáticamente un cuarto de los trabajadores).<sup>20</sup>

Al existir en nuestro caso práctico una propuesta de fusión y una posible formulación de OPA, es conveniente tratar lo que va a suceder con los empleados de una y otra empresa<sup>21</sup>. Para ello habrá que analizar las vicisitudes de cada una de las operaciones.

De esta manera, considero sumamente importante el establecer una distinción entre operaciones que entrañen una transmisión de activos y transacciones que conlleven el cambio de manos de acciones (como puede ser el supuesto de una OPA) y del poder societario. La importancia de esta circunstancia radica en el hecho de que en una operación de fusión cuyo resultado sea la compra de activos se produce un cambio de empleador (la nueva sociedad resultante); por el contrario, en una operación accionarial no se da dicho cambio, pues el empleador sigue siendo la misma sociedad, aunque en esta la potestad decisoria haya cambiado de manos.

Para el supuesto de fusión de empresas debemos tomar en consideración, además del estatuto de los trabajadores, la ley 3/2009 de modificaciones estructurales en las sociedades mercantiles, la cual toma relevancia en el plano obligacional que engloba los deberes de carácter laboral.

---

<sup>20</sup>A estos efectos, GARCÍA-PERROTE ESCARTÍN, Ignacio y BARROS GARCÍA, Mario, aportan jurisprudencia relativa. Concretamente, las Sentencias del Tribunal Supremo de su Sala Sexta, de lo Social, de 27-6-1983, y de 27-12-1989).

<sup>21</sup>En cuanto a la relevancia de los trabajadores en estos supuestos (pese a no tener un poder de decisión como tal sobre la Oferta), los autores ROCHA, Fernando y ARAGÓN, Jorge, en su artículo *EL PAPEL DE LAS RELACIONES LABORALES EN LOS PROCESOS DE FUSIÓN DE EMPRESAS*, Doc 1/2002, Fundación 1 de mayo, resaltan lo siguiente: "Como ha puesto de manifiesto la Organización Internacional del Trabajo, "si bien en buena parte las fusiones y adquisiciones se llevan a cabo en función de consideraciones financieras, su éxito depende básicamente de la motivación de los trabajadores que permanecen en sus puestos de trabajo para contribuir al logro de los objetivos de la fusión. Es posible que la elevada proporción de fracasos en las fusiones y adquisiciones esté vinculada al hecho de que con frecuencia el personal es relegado a la variable de costos, en vez de considerarse participantes activos del cambio" (OIT, 2001)."

En cuanto a esta norma, es necesario atender a lo establecido en el artículo 23, que regula con carácter general la suerte de las obligaciones y patrimonios de las sociedades afectas a la fusión. Determina que la nueva sociedad resultante englobará los patrimonios y obligaciones de las sociedades fusionadas (que, como tales, pierden su personalidad jurídica en favor de la nueva). De ello se extrae que la fusión constituye una verdadera sucesión de empresa, un nuevo empleador (la sociedad naciente) surge para asumir los deberes con los empleados.

Por esta razón, habremos de atenernos a lo ya desmenuzado acerca del Estatuto de los Trabajadores y la propia Ley de Modificaciones Estructurales, conforme a los que es posible determinar que la sociedad resultante habrá de respetar los contratos a los trabajadores que pertenecían a Yanaris y Wideknox. Todo ello sin perjuicio de lo con anterioridad mencionábamos al comentar la sentencia de Panrico; una vez articulada la nueva organización mercantil, se podrían dar rescisiones unilaterales de contrato por parte de la empresa si esta detecta las duplicidades o sinergias que tanto venimos comentando.

Procedemos, para zanjar la cuestión, a observar qué ocurre en un supuesto de operación accionarial, como puede ser, por ejemplo, una Oferta Pública de Adquisición. En cuanto a dichos supuestos, lo cierto es que poco podemos destacar, ya que no se produce en ningún instante una sucesión de empresa ni de empleador (la obligada sigue siendo la misma sociedad, aunque, como vimos antes, determinados títulos hayan sido traspasados).

Es, por ello, que no se da ninguna mutación sustancial, como bien acabamos de ver. En el supuesto de que Yanaris formulase una Oferta Pública de Adquisición y, pongamos por caso, tuviese éxito hasta el punto de adquirir un volumen de acciones que la haga devenir socia de control de Wideknox, los trabajadores no verían modificada su posición ni laboral ni jurídica. Su empleador sigue siendo Wideknox, que no ha visto truncada o modificada su personalidad como producto de la Oferta Pública de Adquisición o negocio de compraventa de acciones.

Bajo mi punto de vista, para los empleados de ambas compañías lo más beneficioso sería la prosperidad de una Oferta Pública de Adquisición en caso de tener que decantarse por una opción de fusión empresarial. El hecho de que no se produzca un cambio de empresa, y, por tanto (como hemos reiterado a lo largo de la pregunta) de empleador redundaría en una ventaja, ya que en este supuesto considero más complicado el consumir despidos conforme al 51 del Estatuto de los trabajadores.<sup>22</sup>

---

<sup>22</sup>Ello es así al no perder personalidad jurídica la sociedad opada, ni producirse una integración de los patrimonios de ambas sociedades en una nueva que mana, conservándose así la posición de los empleados.

**3. 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, ¿qué 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? ¿Qué requisitos y exigencias deben de cumplir ambas empresas para que tales concesiones administrativas y licencias no sufran daños (p.ej. rescisión, cancelación o vencimiento anticipados, etc.)?**

Como bien indica el enunciado de la pregunta, habremos de tomar en consideración varios regímenes jurídicos distintos en una compleja cuestión como es la sucesión contractual en el ámbito administrativo. Así, por una parte, habremos de tener en cuenta lo referido a la actividad específica de ambas sociedades, esto es, las Solicitudes y Autorizaciones Administrativas competencia de la Comisión Nacional de Energía; por otra la legislación general reguladora de la novación subjetiva en la contratación administrativa.

En primer lugar, es necesario destacar la obligatoriedad de la elaboración de una solicitud administrativa para la transmisión de activos en el sector energético. Este es un aspecto a resaltar dado que, en un caso de fusión, los patrimonios de ambas sociedades serán integrados en el de la resultante. Dicha circunstancia, a mi juicio, debe ser evaluada por la Comisión Nacional de Energía.

Estas valoraciones vienen dotadas de base jurídica, principalmente en el Título VII del Real Decreto 1955/2000, que regula las actividades de transporte, distribución, comercialización, suministro y procedimientos de autorización de instalaciones de energía eléctrica. En sus preceptos 111, 133 y 134 se desarrollan los procedimientos legales para otorgar autorizaciones administrativas referentes a la transmisión de instalaciones de producción de energía.

111.1: "El objeto del presente Título es la regulación de los procedimientos para el otorgamiento de autorizaciones administrativas para la construcción, modificación, explotación, transmisión y cierre de instalaciones de producción, transporte y distribución de energía eléctrica". 133: "1. La transmisión de la titularidad de una instalación de producción, transporte o distribución de energía eléctrica requiere autorización administrativa.<sup>23</sup>2. La solicitud de autorización administrativa de transmisión deberá ser dirigida a la Dirección General de Política Energética y Minas por quien pretende adquirir la titularidad de la instalación"

134: "La Dirección General de Política Energética y Minas resolverá, previo informe de la Comisión Nacional de Energía sobre la solicitud, en el plazo de tres meses. La falta de

resolución expresa en plazo tendrá efectos desestimatorios, pudiendo interponerse, en su caso, recurso administrativo ante la autoridad correspondiente.

A partir de su otorgamiento, el solicitante contará con un plazo de seis meses, para transmitir la titularidad de la instalación. Se producirá la caducidad de la autorización si transcurrido dicho plazo aquélla no ha tenido lugar.<sup>24</sup>

Un buen ejemplo de esto mismo se trata de la cesión por parte de activos de ENDESA GENERACIÓN, S.A, a VIESGO GENERACIÓN S.L.<sup>25</sup> Aunque no sea idéntico (en él se crea una nueva sociedad receptora de instalaciones por parte de ENDESA, sin llegar a perder esta su personalidad), bien puede representar lo imperativo de someter a control este tipo de operaciones. En este caso, el informe de la Comisión Nacional de Energía será remitido a la Dirección General de Política Energética y Minas, organismo al cual corresponde la competencia última de autorizar la transmisión.

A los efectos de conocer la idoneidad de la nueva sociedad titular de ese patrimonio, habremos de atenemos a lo dispuesto en el artículo 133 del Real Decreto antes mencionado, que viene a ordenar la entrega de documentación justificadora del cumplimiento de los requisitos de dicha idoneidad.

Para concretar si la nueva sociedad es apta o no para establecer relaciones contractuales con la Administración Pública será de relevancia remitirnos a la Ley de Contratos del Sector Público<sup>26</sup> (LCSP), la cual efectuará un desarrollo detallado de las condiciones que se han de reunir. Concretamente, nos atenderemos, principalmente, a lo dispuesto en los artículos 65 y siguientes.

Este precepto dispone que sólo podrán contratar con el sector público las personas naturales o jurídicas, españolas o extranjeras, que tengan capacidad de obrar plena y que no las limite ningún tipo de prohibición de contratar y acrediten su solvencia económica y financiera, así como la técnica profesional. Pienso que esto no sería difícil de probar por la nueva sociedad en caso de tener que hacerlo, dado que ambas venían desarrollando su actividad sin mayor impedimento; es por esto que también considero que se cumplimentarían los requisitos de los puntos segundo y tercero del mismo precepto, que obligan a disponer de instalaciones empresariales suficientes para la explotación de su objeto social.

---

<sup>24</sup>En nuestro caso sí se produce ese cambio de titularidad al que se refieren los preceptos anteriores. Como decíamos antes, ambas sociedades pierden su personalidad jurídica al hacerse efectiva la fusión, integrándose los patrimonios de ambas en la nueva. Esto se traduce en que una nueva sociedad, la emergente, será una nueva titular de estos activos.

<sup>25</sup>Informe de la CNE (Comisión Nacional de Energía) *Informe sobre la Solicitud de Autorización de transmisión de activos de generación de ENDESA GENERACIÓN, S.A a favor de VIESGO GENERACIÓN, S.L.* Informe datado del 17 de Julio de 2001.

<sup>26</sup>Una ley que luego desarrollaremos a la hora de tratar el régimen general de la sucesión del contratista en los contratos con la Administración.

Otra circunstancia que exigía el artículo 133 del Real Decreto 1955/2000 y que deberá concurrir en todo caso es la solvencia del contratista. Teniendo en cuenta que este documento legal deja dicho aspecto un tanto en el aire (o por lo menos a mí me lo parece), será la Ley de Contratos del Sector Público la que concretará este concepto y las formas de probarlo que existen.

El artículo 74 viene a establecer una serie de provisiones similares a las del articulado del Real Decreto sobre actividad de transporte, distribución, comercialización, suministro y procedimientos de autorización de instalaciones de energía eléctrica. Nos dice que para celebrar contratos con la Administración se deberá estar en una posición de solvencia económica mínima. El punto segundo se remite a lo dispuesto en los artículos de licitación. De ello podemos extraer una primera regla, y es que habrá que analizar la situación con respecto a cada contrato de forma individualizada.

El artículo 75 prevé que el contratista acredite su solvencia basándose en los medios de un tercero, siempre y cuando se pueda asegurar el mantenimiento de esos medios durante la duración de la ejecución del contrato. Por supuesto, se habrá de presentar por escrito la conformidad del tercero con respecto a dar base a la solvencia del contratista con sus propios medios; esto es así sin perjuicio de que la propia Administración exija algún tipo de caución para los supuestos de incumplimiento, así como disponen los puntos 2.º, 3.º y 4.º del precepto: “2. Cuando una empresa desee recurrir a las capacidades de otras entidades, demostrará al poder adjudicador que va a disponer de los recursos necesarios mediante la presentación a tal efecto del compromiso por escrito de dichas entidades. El compromiso a que se refiere el párrafo anterior se presentará por el licitador que hubiera presentado la mejor oferta de conformidad con lo dispuesto en el artículo 145, previo requerimiento cumplimentado de conformidad con lo dispuesto en el apartado 2 del artículo 150, sin perjuicio de lo establecido en el apartado 3 del artículo 140. 3. Cuando una empresa recurra a las capacidades de otras entidades en lo que respecta a los criterios relativos a la solvencia económica y financiera, el poder adjudicador podrá exigir formas de responsabilidad conjunta entre aquella entidad y las otras en la ejecución del contrato, incluso con carácter solidario.”

Visto esto, a mi juicio, toman mayor importancia a la hora de esclarecer la cuestión los siguientes artículos, que nos van a dar una clarividente pauta, relacionada con esa “primera regla” que se extrajo previamente del artículo 74. Tanto es así que el precepto número 76 viene encabezado por la premisa “concreción de solvencia”. Veamos entonces cómo se concreta.

Lo que viene a disponer el artículo 76 es un régimen especial para los contratos de obras, servicios, concesión de obras y concesión de servicios, así como en los contratos de suministro que incluyan servicios o trabajos de colocación e instalación, en los que podrá exigirse a las personas jurídicas que especifiquen los nombres y la cualificación personal del personal responsable de ejecutar la prestación.

El punto tercero del 76 es el más relevante en mi opinión pues establece lo siguiente: “3. La adscripción de los medios personales o materiales como requisitos de solvencia

adicionales a la clasificación del contratista deberá ser razonable, justificada y proporcional a la entidad y características del contrato, de forma que no limite la participación de las empresas en la licitación.”

Al fin y al cabo, no se trata si no de una rúbrica legal de la premisa de revisión de las condiciones de solvencia del contratista conforme a cada situación. Se nos dice que adscripción tiene que ser razonable con arreglo a las características de cada contrato, por lo que, como ya hemos visto, la aptitud de la sociedad para mantener las concesiones y otros contratos en conformidad al requisito de solvencia habrá de ser analizada de forma individualizada respecto a cada uno de ellos.

De la misma manera que el legislador obliga a los contratistas públicos a encontrarse en esa situación de solvencia, también nos son indicados los medios que se considerarán válidos. Dichas indicaciones son desarrolladas en los artículos 86 y siguientes de la Ley de Contratos del Sector Público.

Una vez finalizada esta minuciosa analítica de los requisitos básicos que deberá reunir las personas físicas o jurídicas que deseen concluir contratos con la Administración Pública, considero conveniente el focalizar nuestra atención sobre el aspecto definitorio del asunto que nos atañe: la fusión de empresas.

El régimen jurídico de la contratación pública ha sufrido diversas modificaciones a lo largo de los años a medida que el legislativo promulgaba reformas de la ley que la reglamenta, la de Contratos del Sector Público; siendo además un asunto objeto de divergencias en el poder Ejecutivo, como a continuación comentaremos. El nuevo texto legislativo aprobado en el año 2017 recoge un sistema que dota de seguridad jurídica al devenir de las concesiones y demás contratos públicos en el caso de una adquisición empresarial.

No es posible aseverar a día de hoy que nuestro ordenamiento haya previsto qué ha de ocurrir en los casos de cambio de control de una sociedad. Con lo cual, a mi juicio, debemos de entender que en el caso de que prosperase una Oferta Pública de Adquisición, la posición jurídica del contratista no debería verse afectada, dado que la OPA no tiene incidencia de forma directa en la personalidad jurídica del contratista, que podrá mantener sus licencias y concesiones y ejecutarlas de la forma que lo venía haciendo. Por el contrario, como acabamos de remarcar, sí ha dispuesto las situaciones en las que se produce una novación subjetiva del contrato, como pueden ser la cesión del contrato y, la de mayor interés a efectos de nuestro caso, la sucesión en la persona del contratista.

En cuanto a la cesión del contrato, haremos una mención breve dada su escasa relevancia en el presente desarrollo doctrinal. Sólo decir que ya venía contemplada en el Decreto 1923/1965, de 8 de abril, mediante el que se aprobaba la Ley de Contratos del Estado, que daba soporte a la cesión de derechos y obligaciones contractuales a un tercero siempre y cuando se cumpliesen tanto requisitos materiales (relacionados con las condiciones requeridas que venimos explicando), como formales (autorización de la



Administración Pública). En contraposición a operaciones que versen sobre transmisión de acciones (como puede ser la OPA en este caso), en las situaciones de cesión de contrato el que toma protagonismo es el propio contrato del sector público.

Dicho esto, podemos entrar en materia con los supuestos de fusión y de escisión o aportación de empresa. Ya la ley 13/1995 de Contratos de las Administraciones Públicas (LCAP) que recogió por primera vez la sucesión del contratista<sup>27</sup>. Para garantizar la continuidad de los contratos administrativos, se preveían las siguientes posibilidades: por un lado, en el caso de fusión la sociedad resultante se subrogaría en las obligaciones y derechos del contrato<sup>28</sup>. Por otro lado, lo mismo ocurriría en los casos de escisión o transmisión, en los que la sociedad beneficiaria también quedaría obligada por los acuerdos administrativos.<sup>29</sup>

Esta misma corriente jurídica se continuó en el Real Decreto Legislativo 2/2000, de 16 de junio, que aprobaba el Texto Refundido de la Ley de Contratos de las Administraciones Públicas, que incluso comprendía la sucesión de contratista en las causas de resolución del contrato. En este sentido se manifestaba la Ley 30/2007, de 30 de octubre, de Contratos de Sector público, que también desarrollaba dicho asunto en las causas de resolución.

Fue la antepenúltima modificación de la Ley de Contratos de Sector Público llevada a cabo en la ley 2/2011 (influida en gran medida por la Ley de Economía Sostenible) la que introdujo un sistema específico para los supuestos de fusión, escisión, y aportación de empresa.

Vista esta evolución legislativa, nuestra atención debe estar enfocada en el artículo 85 de la Ley de Contratos del Sector Público de la Ley de 2011 de Contratos del Sector Público, cuyo texto es transcrito a la ley equivalente aprobada a finales del año pasado. Trataremos comentarios y jurisprudencia del art. 85 LCSP sobre todo, puesto que la

---

<sup>27</sup>DÍAZ YEREGUI. Rafael en su artículo *El cambio de control en los contratos del sector público* ( Actualidad Civil, Nº9, Sección de derecho de los contratos/ A fondo, Septiembre 2017, Wolters Kluwer, página 2), hace mención a la importancia de una regulación que haga frente a estos supuestos, mayormente en mercados estratégicos y de un interés público notable como puede ser el de nuestro caso, el energético; sobre todo teniendo en cuenta el mercado secundario de concesiones y sociedades contratistas de la Administración pública, a fin de conocer qué reglas se aplicarán a la operación de fusión.

<sup>28</sup> Ello da lugar, por tanto, a un resultado similar al de los contratos de trabajadores que, como ya hemos comentado en reiteradas ocasiones, mantendrían su eficacia (sin perjuicio de los artículos 51 y siguientes del Estatuto de los Trabajadores, que como vimos permiten a la sociedad extinguir determinados contratos en caso de duplicidad o sinergias en los puestos de trabajo). También es similar a lo dispuesto en la ley actual, aunque ello también será comentado en breves.

<sup>29</sup>Un fenómeno similar al que explicábamos con anterioridad en relación a la subrogación de la sociedad resultante en las relaciones laborales. En ese contexto nos referíamos a la “sucesión de empresa”, mientras que en el ámbito administrativo se ha acuñado la expresión “sucesión del contratista”, que es recogida de forma literal en la Ley de Contratos del Sector Público, aunque lo veremos con mayor profundidad a continuación.

juventud de la nueva ley no ha dado tiempo todavía a los Tribunales y autores a manifestarse sobre el precepto 98 de esta misma.<sup>30</sup>

El artículo 98 reza así: “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 tenga la solvencia exigida al acordarse la adjudicación o que las diversas sociedades beneficiarias de las mencionadas operaciones y, en caso de subsistir, la sociedad de la que provengan el patrimonio,”

Así, como ya hemos destacado, la regla principal que va a regir los supuestos de sucesión de empresa será la subrogación del nuevo contratista en los derechos y obligaciones derivados de los contratos.<sup>31</sup>

Del régimen general que dispone la legislación sobre contratación pública no podemos extraer la conclusión de que exista obligación de solicitar autorización a la Administración para poder efectuar las operaciones que dan lugar a la sucesión. Pese a ello, no debemos olvidar en ningún momento el sector estratégico (energético en el enunciado) al que pertenecen ambas empresas, Wideknox y Yanaris, por lo que debemos de atenernos a lo desarrollado anteriormente respecto a las autorizaciones especiales de este sector.

Ello no quiere decir que no se haya de comprobar la concurrencia de los requisitos antes desarrollados de solvencia y adecuación. En el caso de que la sociedad resultante no reúna dichas condiciones el contrato sí podrá ser resuelto, considerándose como un supuesto de resolución por culpa del adjudicatario.

Ya para zanjar la cuestión, considero de interés traer a colación un debate jurídico que concierne al Consejo de Estado y al poder legislativo, y que podría desencadenar consecuencias para una futura modificación del régimen de la sucesión del contratista.

---

<sup>30</sup>Que, al fin y al cabo, no surte ningún tipo de modificación sobre el artículo 85 de la Ley de Contratos de Sector Público de 2011, ya que, como acabamos de mencionar, el texto del precepto de la antigua ley es transferido al 98 de la nueva de forma literal, por lo que ambos artículos establecen un mismo régimen jurídico sobre la sucesión del contratista.

<sup>31</sup>El abogado y profesor de Derecho Administrativo PERDIGÓ SOLÁ, Joan, en su artículo *doctrinal La Transmisión de Acciones o Participaciones en Sociedades Concesionarias: Continuidad o Extinción del contrato*, (Tornos Abogados, Administrativo, Barcelona, enero de 2016) se percata de una diferencia con respecto a lo dispuesto en textos legislativos anteriores. Con anterioridad comentábamos que los supuestos en los que se producía la sucesión del contratista estaban comprendidos en el desarrollo de las causas de resolución de los contratos, aunque fueran concebidos como excepciones a esta finalización del acuerdo. Esto no es así a día de hoy y es que, como bien indica PERDIGÓ SOLÁ, ya ni se considera que la sucesión del contratista sea una excepción a las causas de resolución contractual.

Dicha disputa trata sobre el establecimiento de equivalencia de consecuencias entre una fusión empresarial y un cambio de control en la sociedad por transmisión de acciones.

El Consejo de Estado ha emitido a lo largo del tiempo diversos dictámenes en los que se pronunciaba a favor de considerar dicha asimilación de la situación de cesión de contrato a la de transmisión de participaciones o acciones<sup>32</sup>. A tenor de lo establecido en el Dictamen 3375/2001, la transmisión de la totalidad de las acciones o participaciones de una sociedad concesionaria debería ser sometida a autorización:

“Sobre la base de que a la Administración no le es indiferente quién es el titular de la concesión, el Consejo de Estado considera oportuno señalar que, en el desempeño de su función consultiva, ha entendido que "la transferencia de la titularidad de todas las acciones de una entidad concesionaria comporta la transmisión de la concesión" (dictamen núm. 998/94, de 23 de junio de 1994). 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. Como se ha puesto de manifiesto tanto por la doctrina científica como por la jurisprudencia, el denominado mito de la personalidad jurídica no puede servir ni para justificar situaciones legalmente fraudulentas ni para desvirtuar la esencia de la institución. Es preciso, traspasando los conceptos abstractos y las formas jurídicas, investigar el fondo de las situaciones.”

Bajo mi punto de vista, es curioso que el Consejo de Estado equipare una situación en la que existe un cambio de empresa (en la fusión las sociedades fusionadas pierden su personalidad en favor de la nueva) a una transmisión de acciones, como puede ser la posible Oferta Pública de Adquisición de nuestro caso, en la que la personalidad de la sociedad opada no sufre mutación alguna.

Es posible comprender el trasfondo que pueden tener estas conclusiones; el Consejo de Estado considera que compete a la Administración el conocer de los cambios de control en la sociedad ejecutante del contrato, ya que dichas alteraciones pueden causar modificaciones en la toma de decisiones relativas al acuerdo con el Sector Público. Más aún cuando se da ese “mercado secundario de acciones.

Pese a ello se antoja, cuando menos , delicado a efectos jurídicos el disponer equivalencias en dichas situaciones, ya que existe una diferencia definitoria entre ambas, y es que en una surge un nuevo contratista al que, lógicamente, habrá que controlar, mientras que en la otra el contratista sigue siendo el mismo pese al cambio de control. Por esto es que, en principio, al ser la misma persona jurídica, las condiciones de solvencia y adecuación las seguirá manteniendo aunque el poder pase de unas a otras, al menos en un primer momento.

Así, a modo de conclusión, habremos de estar a lo autorizado por la Dirección de Política Energética y minas, que podrá seguir lo informado por la Comisión Nacional de

---

<sup>32</sup>Dictámenes que pueden ser los siguientes: 3375/2001, 2578/1998, 998/1994 y 1507/1993.

Energía. Para la subrogación de la nueva sociedad habrá que comprobarse si aún las condiciones requeridas por la ley, y si es así, podrá subrogarse en las concesiones y autorizaciones administrativas que eran competencia de las sociedades anteriores.

#### **4. Desde el punto de vista del Derecho español, ¿tendría Yanaris S.A el deber de presentar una opa obligatoria? ¿Por qué?**

En la siguiente cuestión habremos de resolver acerca de la existencia de una posible obligación por parte de la empresa española, Yanaris S.A de formular una oferta Pública de Adquisición. Para ello, será necesario desglosar nuestro ordenamiento con el fin de dilucidar en qué supuestos surge esta obligación, así como la excepciones o dispensas que puedan existir.

Como ya hemos comentado al principio del Trabajo, las OPAs son instrumentos jurídico-financieros esenciales para alcanzar el objetivo de concentrar las empresas, en particular las que adoptan formas jurídicas societarias. Por ello, la regulación de las OPAs convive, tanto en nuestro Ordenamiento como en Derecho Comunitario, con otras normas reguladores de los restantes sistemas típicos de concentración de empresas que debemos tener presentes, por cuanto pueden interferir en la regulación específica de las OPAs obligatorias.

El método de concentración empresarial referido a las Ofertas Públicas está tipificado en el derecho comunitario y en los Reglamentos emitidos por la Comisión Europea al respecto. El asunto merece la atención en la Unión Europea dado que es útil el armonizar el régimen de las ofertas públicas de adquisición en los Estados comunitarios, con la finalidad especial de garantizar la igualdad de trato de sus socios ante la generación de una prima de control a resultados de la adquisición señalada. En este sentido, la Directiva 2004/25 CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a las Ofertas Públicas de Adquisición, extiende su aplicación a las OPAs sobre valores de una “sociedad sujeta al Derecho de un Estado miembro, cuando todos o parte de dichos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado.

Está claro, en vista de lo comentado hasta ahora, que la Unión Europea ejerce su quinta libertad comunitaria, generando un poder armonizador al que España no es inmune. Así, el legislador de la Comisión define las Ofertas Públicas de Adquisición en el artículo 2 de la Directiva recién mencionada, de la siguiente manera: “oferta pública de adquisición, u oferta: oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga por objetivo o se consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional”.

Dicha legislación de carácter internacional culmina su inclusión en Derecho español mediante el Real Decreto 1066/2007. Este texto regulador toma suma relevancia en el ámbito que nos atañe. Dispone la obligación de formular una OPA obligatoria, a posteriori (tras la adquisición de control), y total (debe estar dirigida a todas las acciones que den derecho a su suscripción y a todos los titulares), a un precio equitativo, por quien alcance el control de la sociedad.<sup>33</sup>

Asimismo, es preciso comentar que también se disponen las premisas requeridas para las ofertas de carácter voluntario. Toma relevancia en este contexto el sistema sancionador que se incluye en Real Decreto para el incumplimiento de dicha obligación de formular una OPA obligatoria. Dichas sanciones tendrán consecuencias de carácter político sobre las acciones adquiridas en una oferta irregular, pues éstas perderán los derechos de voto. Además de esta sanción primaria se contempla una declaración legal de nulidad de los acuerdos adoptados desconociendo la privación precedente, así como la legitimación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores para ejercitar acciones de impugnación de dichos acuerdos.<sup>34</sup>

Dicho esto, es momento de tratar los distintos tipos de OPA obligatoria que existen en Derecho español. Así, podemos distinguir en las ofertas según finalidades específicas (en caso de exclusión de negociación y en caso de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias) y las que tienen como causa la toma de control dentro de una sociedad. Siendo de mayor relevancia estas últimas, haremos una breve referencia a las primeras para contextualizar.

En el caso de la OPA en los casos de exclusión de negociación, como su propio nombre indica, el surgimiento de la obligación de formular oferta surge cuando la sociedad adopta un acuerdo por el cual se excluyen sus acciones de la negociación en los mercados secundarios oficiales, salvo la dispensa de la Comisión Nacional de Valores (de las dispensas y excepciones ya hablaremos más adelante).

La curiosidad de este tipo de oferta obligatoria radica en el hecho de que la figura de oferente y sociedad afectada concurren en la persona de esta última (salvo que que otra persona sea autorizada por la Junta General para ejecutarla. Esto significaría que en ese supuesto la persona oferente y la sociedad afectada no serían uno sólo). Continuando con la faceta de carácter subjetivo de esta tipología, debemos remarcar que los

---

<sup>33</sup>Pese al hecho de que, como decimos, la oferta haya de estar dirigida al cien por cien del capital de la sociedad afectada, el alcance final será, por lo general, de menor relevancia, dado que hay que descontar las acciones que ya posea el oferente y las que no contengan derecho a voto.

<sup>34</sup>Este régimen sancionador para el incumplimiento de la obligación de formular una OPA se complementa también con la potestad sancionadora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores y de lo dispuesto en la Ley del Mercado de Valores, que recogen infracciones muy graves por no cumplimentar con los requerimientos legales en este aspecto.

destinatarios serán todos los titulares de acciones de la sociedad cotizada, de derechos de suscripción de acciones y de obligaciones convertibles o canjeables en ellas.<sup>35</sup>

En cuanto a los aspectos objetivos, conviene destacar la protección que presta el Real Decreto 1066/2007 a los socios minoritarios siendo plenamente consciente de la obtusa situación que se puede presentar al obligar a una sociedad a adquirir sus propias acciones, algo en lo que puede no estar demasiado interesada. Así, son dos cautelas las que se establecen<sup>36</sup>: por un lado, se requiere que los negocios jurídicos concluidos sean, exclusivamente, de compraventa, por lo que el precio que recibirán los socios vendrá a ser únicamente dinero. Por otro lado, dicho precio no podrá ser inferior al equitativo.<sup>37</sup>

Ya para acabar con las ofertas según su funcionalidad, haremos una breve mención a la OPA en caso de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias. En estos supuestos, el trato equitativo que rige nuestro Derecho exige la formulación de una Oferta Pública de Adquisición. Se exceptúan de esta exigencia los casos en los que la compra se efectúe conforme a programas de recompra y estabilización de instrumentos financieros, sin exceder del 10% del capital social con derecho a voto de la sociedad y conforme a la exención prevista en el ordenamiento.<sup>38</sup>

No quisiera, antes de entrar en materia con la modalidad de OPA obligatoria de nuestro interés, obviar aspectos socioeconómicos que inciden de forma directa en las Ofertas Públicas de Adquisición, y es que en función de ellos alcanzamos a distinguir otros dos tipos: OPAs amistosas y hostiles.

Con el fin de comprender las divergencias de forma más clara, me remito a la figura del cuadrilátero, que será desarrollada en otra cuestión, en la que convergen y se confrontan diferentes puntos de interés. Así, por un lado, existe el interés social común a todos los socios y que está relacionado con la consecución de los modelos productivos en los que está inmersa la sociedad; por otro está el interés de los administradores, que quizás coincida con el anterior, aunque lo más frecuente es que los cargos de dirección traten de salvaguardar su posición, que se vería comprometida por un posible cambio de control; todo ello sin olvidar el interés de los accionistas, habida cuenta de que éstos sean de control o no.

---

<sup>35</sup>En referencia a esto último, el autor RINCÓN-GARCÍA LOYGORRI, Alfonso, en la obra *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición* (RINCÓN-GARCÍA LOYGORRI, Alfonso, BENEYTO PÉREZ, José María; LARGO GIL, Rita. Bosch. Edición 2009, Sabadell-Barcelona, página 172.) hace una salvedad importante, y es que se excluirán a los titulares que hubieran votado a favor del acuerdo de exclusión en la Junta General e inmovilicen sus valores durante el plazo de aceptación de la OPA.

<sup>36</sup>Dichas medidas se encuentran, una vez más, en el Real Decreto 1066/2007, en su artículo 10.

<sup>37</sup>El precio equitativo habrá de calcularse tomando diferentes referencias, como puede ser una serie de valores reglamentariamente previstos ( valor teórico contable de la sociedad, valor liquidativo, cotización media ponderada..). Todo ello según RINCÓN-GARCÍA LOYGORRI, Alfonso y co-directores, en *Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*, página 173.

<sup>38</sup>Artículo 12.1 Real Decreto 1066/2007 de nuevo(.

De esta forma se dispone un caldo de cultivo para un posible conflicto con visas de ser altamente controversial. Las confrontaciones de intereses proliferan no sólo en la práctica, sino también en nuestro caso concreto. Los administradores tienden a calificar de hostil cualquier Oferta Pública de Adquisición que llegue con el fin, como acabamos de mencionar, de proteger su propia posición. De esta forma, tratarán de identificar el interés social con el suyo propio.

Por el contrario, los accionistas inversores estarán bien dispuestos a aceptar una OPA en caso de que esta presente una oferta económica atractiva, puesto que, en estos casos, no influye valoración política alguna, sino una meramente económica. Conforme a lo que acabamos de describir, serán calificadas de 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 OPAs hostiles aquellas en las que se produzca un conflicto de interés entre el oferente por adquirir una participación significativa y los intereses de los gestores por perpetuar su control social. No son escasos en la práctica, ejemplos “mutantes” en los que, siendo hostil la oferta en un primer momento, se tornan amistosas cuando el oferente revisa al alza el precio que ofrece.

Esta clasificación no goza de tipificación legal expresa, pero está contemplada de forma implícita en las regulaciones comunitaria y española. En efecto, tanto el Derecho español como el Derecho comunitario, partiendo de la necesidad de que el anterior conflicto se resuelva en favor del interés de la sociedad, exigen que los órganos de dirección de la sociedad afectada cuenten con la autorización de la Junta General para emprender cualquier acción que pueda poner en peligro el éxito de la OPA, aunque ya trataremos el asunto con más detenimiento.

Una vez finalizadas estas cuestiones preliminares es posible proceder con el desarrollo de las OPAs en caso de toma de control. Debido, precisamente, a que dicha toma de la sociedad cotizada hace surgir la obligación de acondicionar una Oferta Pública de adquisición, será necesario dilucidar qué debemos entender por “toma de control”, algo que nos será indicado por la norma.<sup>39</sup> Otro aspecto a tener en cuenta es el modo de tomar el control de la sociedad cotizada, algo que verdaderamente tiene repercusión en este compromiso.

---

<sup>39</sup>El primer inciso del artículo 3 del Real Decreto 1066/2007 nos describe el supuesto de hecho de forma subjetiva haciendo referencia a “quien alcance el control de la sociedad cotizada”. Así, sería la toma de control de una sociedad cotizada el supuesto de hecho que desencadenaría el deber de formular una OPA dirigida a todos los titulares de valores que concedan derecho a voto a un precio equitativo. También debemos remitirnos a la actual Ley del Mercado de Valores, cuyo artículo 128 dice lo siguiente: “Quedará obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga: a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad”

Será, como recién comentamos, el propio sistema jurídico el que nos descubra qué debemos entender por la tenencia del control de una sociedad cotizada. El control se alcanzará, o así lo presume la ley, en dos situaciones: en el momento en que se tenga un porcentaje del 30% en su capital con derecho a voto, o la designación de la mayoría de miembros de su órgano de administración.<sup>40</sup>

Esto por una parte. Por otra, nos es requerido el contestar a la cuestión de cómo se toma el control de una sociedad cotizada. A estos efectos, nuestro ordenamiento nos orienta con tres formas de adquisición de control: el más directo es la adquisición de valores de aquella sociedad que otorguen derecho de voto, la celebración de determinados acuerdos o pactos parasociales con otros titulares de valores con derecho de voto o la realización de determinadores negocios jurídicos u operaciones que lleven a adquirir aquel control de forma indirecta o sobrevenida.<sup>41</sup>

En el enunciado del ejercicio se nos dice que Yanaris S.A. realizó sucesivas compras de acciones hasta hacerse con el 30% del capital de la sociedad americana Wideknox, S.A. Es por ello que nos centraremos en este supuesto de toma de control.

La norma, como acabamos de comprobar, establece un criterio cuantitativo a tener en cuenta ya que se entenderá que una persona física o jurídica<sup>42</sup> tiene una participación de control en la sociedad cotizada cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%. Tomaremos además en consideración que el artículo 3.4 del Real Decreto 1066/2007 establece el plazo de un mes para la formulación de dicha oferta, además de que la sociedad afectada debe notificar el alcance de dicho porcentaje al emisor, además de a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Como vemos, se dispone una doble obligación que surge de la toma de control: del deber de notificar la participación significativa según el artículo 125 de la Ley de Mercado de Valores, y el deber de formular la OPA.

Visto lo visto, la clave para resolver el asunto estará en analizar ese 30 por ciento de acciones adquiridas por la sociedad española Yanaris, S.A. Es de importancia comprobar la clase de las acciones para conocer los derechos que otorgan y ver si entre estos se encuentra el de voto. Antes de esto, habremos de ver qué acciones se pueden encontrar en las sociedades cotizadas.

---

<sup>40</sup>En este sentido se manifiesta la actual Ley del Mercado de Valores en su precepto número 131, cuyo rótulo “Control de la sociedad” resulta plenamente representativo del contenido del mismo, un contenido que acabamos de mencionar y comentar.

<sup>41</sup>RINCÓN-GARCÍA LOYGORRI, Alfonso, LARGO GIL, Rita y BENEYTO PÉREZ, José María, en Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (página 178) nos indican una serie de ejemplos relacionados con esos determinados negocios jurídicos y operaciones financieras. En concreto se refieren al aseguramiento de una emisión u Oferta Pública de Venta, así como reducciones de capital o fusiones que lleven a la toma de control.

<sup>42</sup>De forma individual o conjuntamente con otras personas que actúen con ella



Para la base de cómputo del porcentaje, tendremos que diferenciar, como acabamos de mencionar, distintos tipos de acciones existentes. Entre ellos están las acciones con derecho de voto vigente. Así, el porcentaje de derechos de voto que conlleve la obligación de formular se hallará conforme al total de este tipo de acciones. Por otro lado se encuentran las acciones con voto suspendido. En cuanto a estas acciones, habrá de tenerse en cuenta que estas acciones se excluirán de dichos cálculos cuando pertenezcan a la sociedad afectada.<sup>43</sup> Por último, puede darse el caso de que la sociedad haya emitido acciones sin voto (último tipo de acciones). Parece lógico que este tipo de acciones se excluya de la base de cálculo, aunque el artículo 5.3 del Real Decreto 1066/2007 disponga que sí se tendrán en cuenta cuando gocen de él en los casos excepcionales que determine la ley.<sup>44</sup>

La acción de adquirir las acciones en el caso de Yanaris, S.A tiene un carácter esencialmente derivativo, ya que no es posible deducir del caso que se produjese en Wideknox, S.A un aumento de capital social que diese lugar a operaciones de adquisición o suscripción originaria. De hecho, en el discurrir del ejercicio se nos dice que las acciones de Wideknox cotizaban en la Bolsa de Nueva York, un mercado de negociación puramente secundario en el que Yanaris, S.A pudo haber adquirido de forma sucesiva las acciones de la empresa americana.

Se antoja especialmente interesante el recalcar este carácter sucesivo y progresivo de la compra de acciones de Yanaris, S.A, pues ello nos lleva a un caso de toma de control reconocido por nuestro ordenamiento: la toma indirecta o sobrevenida.

Este tipo de toma de control viene reconocido en nuestro ordenamiento en el artículo 7 del Real Decreto relativo a las Ofertas Públicas de Adquisición.<sup>45</sup>

El precepto 7 del ya renombrado Real Decreto dispone una serie de supuestos a tener en cuenta como tomas de control sobrevenidas. Así, su apartado primero nos indica que la

---

<sup>43</sup>Tomando como referencia el artículo 148 de la Ley de Sociedades de Capital sobre el régimen de las acciones propias y de las participaciones de la sociedad dominante, que regula dicho supuesto y que expresamente dispone esta suspensión de los derechos de voto más concretamente en el apartado a): “a) Quedará en suspenso el ejercicio del derecho de voto y de los demás derechos políticos incorporados a las acciones propias y a las participaciones o acciones de la sociedad dominante.”

<sup>44</sup>Ello se transpone de un análisis acertado de RINCÓN-GARCÍA LOYGORRI, Alfonso, LARGO GIL, Rita y BENEYTO PÉREZ, José María, en Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (página 183) del artículo 91 de la Ley de Sociedades Anónimas, que hoy se identifica con el 99 de la Ley de Sociedades de Capital sobre los derechos preferentes de las acciones sin voto. En este precepto se nos dice que mientras que no se repartan los dividendos, si es posible hacerlo, los derechos de las acciones sin voto se equivalen a las ordinarias.

<sup>45</sup>El autor DE DIOS MARTÍNEZ, Luis Miguel, en su artículo doctrinal La OPA por toma indirecta o sobrevenida de control (Revista de Derecho de sociedades núm. 33/2009 2 parte Estudio. Aranzadi, S.A.U, Cizur Menor, 2009), destaca que el régimen obligacional muta según la sociedad afectada sea cotizada o no. En caso de sí serlo, serán de cumplimiento los requisitos que venimos desarrollando durante la exposición. Si no lo son, regirá el principio de autonomía de las partes intervinientes.

fusión será un caso en el que , cuando se den las condiciones de los apartados b) y c)<sup>46</sup>, habrá de formularse una Oferta Pública de Adquisición. En el segundo se trata el caso de una posible reducción de capital, pero no es sino el apartado tercer el que merece nuestra atención. Dicho párrafo resalta como toma de control sobrevenida la suscripción, canje, conversión o adquisición de acciones de una sociedad cotizada. Esto mismo es lo que ha ocurrido con nuestras sociedades.

Para dar por finalizada la cuestión, haremos una breve mención a los supuestos de exclusión de la obligación de formular OPA. Esta mención será suficiente para ver que, por lo menos a mi juicio, no concurre ninguna de ellas.

Nos atenemos al artículo 8 del RDOPAS, cuyos diversos párrafos nos proporciona la casuística que se beneficia de la exclusión: 1. Adquisiciones u otras operaciones que, en el cumplimiento de sus funciones, realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito, el Fondo de Garantía de Inversiones, el Consorcio de Compensación de Seguros, y otras instituciones similares legalmente establecidas, así como las adquisiciones consistentes en las adjudicaciones que los citados organismos, con sujeción a las reglas de publicidad y concurrencia de ofertas establecidas en la normativa específica, acuerden en cumplimiento de sus funciones. 2. Adquisiciones u otras operaciones que se realicen de conformidad con la Ley de Expropiación Forzosa, y las demás que resulten del ejercicio por las autoridades competentes de facultades de Derecho público previstas en la normativa vigente. 3. Cuando todos los titulares de valores de la sociedad afectada acuerden por unanimidad la venta o permuta de todas o parte de las acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, derechos de voto en la sociedad o renuncien a la venta o permuta de sus valores en régimen de oferta pública de adquisición, 4. Adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente 5. Las adquisiciones gratuitas mortis causa o negocios inter vivos, entre otras, contenidas en el precepto.

Ninguno de los apartados se corresponde con nuestro artículo, con lo cual podemos concluir que sí existe esa obligación de formular una obligatoria, previo examen de las acciones adquiridas por Yanaris, S.A a fin de conocer si contienen derechos de voto.

---

<sup>46cc</sup>a) Deberá formularse oferta pública de adquisición cuando, como consecuencia de la fusión o toma de control, se alcance, directa o indirectamente, en la sociedad cotizada el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4.

b) La oferta se formulará dentro de los 3 meses siguientes a la fecha de fusión o toma de control y le serán de aplicación las reglas de determinación del precio equitativo establecidas en el artículo 9.”

**5. 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?**

Teniendo en cuenta lo ya expuesto en nuestro caso, es necesario analizar los distintos conflictos de interés que pueden surgir, y de hecho surgen, entre los implicados en esta Oferta de Yanaris que los administradores de Wideknox deciden tratar de repeler. Esto tiene relevancia a efectos de la actuación de los administradores para con las posibles medidas a interponer. Ello tiene, por supuesto, suma importancia, dado que el papel que juegan los órganos de dirección puede determinar el éxito o no de la OPA.

Así, la situación nos ofrece hasta cuatro puntos de interés que colisionan entre sí<sup>47</sup>. A mi juicio, la gestión de esta colisión por parte de los órganos administrativos determinará, o al menos tendrá especial relevancia a la hora de determinar su responsabilidad por faltar a la lealtad societaria que exige nuestro Ordenamiento Jurídico. Ellos son los siguientes: el interés de los administradores de la sociedad opada, el interés de los socios esta, el de la propia sociedad opada (Wideknox), y el de la sociedad que lanza la Oferta hostil (Yanaris en este caso). Si se quiere complicar la ecuación más todavía, podemos tener en cuenta los intereses de los acreedores sociales y trabajadores, aunque el futuro de estos últimos ya ha sido estudiado.

En relación con el presente asunto, debemos establecer un marco normativo al que atenernos. De esta manera, toma relevancia el Real Decreto 4/2015, por el que se aprueba la Ley de Mercado de Valores, y que viene a modificar la Ley 6/2007 (norma que reformó a su vez la Ley 24/1998). Aún así, el régimen jurídico del comportamiento de los administradores en este contexto apenas sufrió variaciones (el texto que en la ley de 1988 se encontraba en el artículo 60 se traspuso al 134 del actual texto legislativo). Por otro lado, nuestra legislación viene notablemente influenciada por la Directa de la Unión Europea 2004/25/CE.

Ya en la exposición de motivos, apartado II, de la Ley del Mercado de Valores (LMV en adelante), se exige un principio rector sumamente relevante con relación nuestra exposición, y es que “el órgano de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto”. En este mismo sentido se pronuncia el artículo 225 de la Ley de Sociedades de Capital, que reza así: “Los administradores deberán desempeñar el cargo y cumplir los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con la diligencia de un ordenado empresario, teniendo en cuenta la naturaleza del cargo y las funciones atribuidas a cada uno de ellos.”. De esta forma se hace constar la máxima que

---

<sup>47</sup>El autor CHULIÁ, Vicent, en su obra *Introducción al Derecho Mercantil* (décimo novena edición, Tirant lo Blanch, Valencia, 2006), identifica la situación que describimos como un auténtico cuadrilátero, en el que confluyen los distintos ámbitos de influencia que a continuación comentaremos, y que para CHULIÁ, Vicent, representa un auténtico ring de boxeo, en el que existen nos sólo dos contrincantes, si no que hasta cuatro partes luchan por hacer prevalecer su interés.

debe regir el comportamiento del órgano de administración, el actuar en interés de la sociedad, aunque a veces no esté claro de qué se trata concretamente ese interés social.

Atendiendo a lo recién expuesto, la pieza central se halla en el actual artículo 134 de la Ley del Mercado de Valores (antiguo 60 bis de esa misma ley), que recoge en el deber de pasividad de los administradores para con la Oferta. Recientemente remarcamos un aspecto ciertamente influyente en el Ordenamiento español que versa sobre ofertas de adquisición de empresas: las Directivas emitidas por la Unión Europea, que, visto lo visto, marcan las pautas a seguir a nuestro legislador a la hora de elaborar normativa. De hecho, el artículo que acabamos de mencionar, el 134 LMV es una transposición casi literal del artículo 9.2 contenido en la Directiva 2004/25 CE, de la que hablábamos antes. He aquí una pequeña comparación de los preceptos. Sobran las palabras una vez vistos ambos.

134 LMV: “Durante el plazo y en los términos que se determinen reglamentariamente, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada o de las sociedades pertenecientes a su mismo grupo deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas según lo dispuesto en el artículo 194 del texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y en particular antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada.”

9.2: ”Durante el período contemplado en el segundo párrafo, el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada estará obligado a obtener la autorización previa de la junta general de accionistas a tal efecto antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, y, en particular, antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada.”<sup>48</sup>

Llegados a este punto, es preciso analizar tales disposiciones con el fin de relacionarlas con el comportamiento de la Junta Directiva de Widenox. Por una parte está claro, como acabamos de ver, que el Ordenamiento Jurídico español se ha decantado por acogerse, casi de forma literal, a lo dispuesto por la Directiva 2004/25 CE. Dicho esto, podemos

---

<sup>48</sup>RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel, en su obra *Los Límites Legales a la Actuación de los Administradores de la Sociedad Opada* (página 35), hace una salvedad importante en cuanto a la aplicación uniforme en la Unión Europea de la presente Directiva, la cual merece ser comentada a mi juicio. Destaca que su aprobación quedó supeditada a la permisión de un sistema “pro-choice” en cuanto a los Estados, siendo decisión de estos el acogerse o no a las disposiciones contenidas entre los artículos 9 y 11 de la Directiva. Esto quiere decir, a fin de cuentas, que en última instancia será cada Nación de la Unión Europea la que decida si incorporar o no a su ordenamiento sendas medidas, o mejor dicho, sendas provisiones anti-medidas defensivas. Este hecho, de acuerdo con la opinión del Señor RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel (la cual comparto en este caso), compromete seriamente la armonización reglamentaria que proponía la Directiva, al ser posible para cada País, como acabamos de mencionar, el mantener su bloque de medidas anti-OPA

concluir que España dispone de un sistema de protección de los socios que se acciona mediante un relativo deber de pasividad de los administradores, impidiéndose una posible frustración de la OPA por parte de estos para que de esta manera sean los socios los que decidan sobre la misma. A fin de cuentas, el quid de la cuestión está en averiguar si el órgano de administración de Widenox (su Junta Directiva en este caso) permitió a los socios tomar esa decisión final que mencionamos.

Pese a esto, ninguna de las dos normativas (ni la comunitaria, ni la española) recoge una interdicción total de interposición de medidas defensivas por parte de la sociedad opada o de su órgano administración. Lo perseguido es un equilibrio entre las sociedades oferente y afectada mediante un régimen que permite las medidas defensivas, siempre que la aprobación de estas esté sujeta a una serie de requisitos que exige la norma.

Tomando como referencia el fragmento de la Ley del Mercado de Valores, extraemos la idea de que una de las piedras angulares es la Junta General de accionistas. Es por esto que debemos destacar la importancia de los grandes accionistas y del capital flotante, como remarcan algunos autores. En caso de que existan estos socios de control, los administradores podrán convencerlos acerca de las ventajas de la adopción de medidas defensivas, siendo así posible el aprobarlas en la Junta General que prevé el artículo 134 LMV.

Estos últimos aspectos que acabamos de destacar sustentan la idea del deber de pasividad por parte de los administradores que comentábamos anteriormente (con una salvedad que en breve será resaltada). Toda actuación de estos debe tomar base en una decisión de los socios que son, al fin y al cabo, los dueños de la sociedad y por tanto los que habrán de decidir acerca del devenir de la misma, esta es la idea central que debemos retener en todo caso. Además, esta misma idea se encuentra estrechamente relacionada con los deberes generales de los administradores de lealtad y defensa del interés social que mencionamos.

Pese a todo, es necesario aclarar que esto último no implica una prohibición total o un absoluto inmovilismo por parte de los administradores. Como acabamos de destacar, los administradores pueden tomar cartas en el asunto, siempre con aprobación de la Junta General. En este contexto debemos tomar en consideración alguna que otra conducta que pueden tener relacionada con este mismo aspecto. El artículo 286 de la Ley de Sociedades de Capital habla de la modificación de los estatutos sociales, que constituyen una pieza clave en este entramado, ya que la inclusión de medidas defensivas en los mismos puede ser vital a la hora de ahuyentar una oferta. Así, el precepto insta a los administradores a redactar un informe descriptivo de la propuesta de modificación. Disponen, pues, de una buena oportunidad de proponer la inclusión de defensas anti-OPA en el régimen estatutario que luego podrá ser aprobado en la Junta. Considero, habida cuenta de lo expuesto, que no se trata de un sistema cerrado: los administradores no quedan condenados a la absoluta indiferencia sin poder tomar ningún tipo de acción al respecto y, al mismo tiempo, también es respetada la capacidad de decisión de los socios.

El desarrollo de la presente cuestión nos lleva a pensar que lo contenido en el articulado que venimos comentando no es un deber de pasividad en el sentido estricto de la expresión. Habida cuenta de esta idea última de un sistema no cerrado que acabamos de comentar, quizás se trate más bien de un requisito previo (recogido de igual manera tanto por la ley española como por la europea), para legitimar ciertas conductas del órgano de administración hacia la oferta.<sup>49</sup>

En contraposición al deber de pasividad del que venimos efectuando un análisis, se presenta la regla de neutralidad, desde el momento en el la sociedad afectada por la oferta no se ve obligada a mantener una inactividad total y absoluta, sino que le está permitido defenderse de Ofertas Públicas de Adquisición conforme a los términos y requisitos que se establecen en la norma.<sup>50</sup>

En cualquier caso, independientemente de la calificación de neutral o pasivo, la facultad estatal que ha ejercido España para incluir dicho deber en la Ley del Mercado de Valores puede ser concebida, a mi juicio, como un notable acierto. Como ya hemos destacado anteriormente, mediante dicha adopción se protege sobremanera la posición de los socios, ya que el poder último recae sobre estos mismos (pese a que los administradores podrían llevar a cabo igualmente sus planes de contar con el apoyo de los socios de control, si es que los hubiere) el poder último de decisión sobre la prosperidad de la Oferta. Así, es posible el diluir la capacidad decisoria de órganos administrativos que actúen de forma fraudulenta y antepongan sus intereses propios a los de la sociedad.<sup>51</sup>

---

<sup>49</sup>El profesor RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel, en Los Límites Legales a la Actuación de los Administradores de la Sociedad Opada (página 42), considera necesario el traer a su discurso la idea de la “board neutrality rule”, concepto jurídico en idioma anglosajón que surge en el contexto del Derecho Comunitario, y que viene a prestarnos ayuda a la hora de servir para calificar jurídicamente esta idea del sistema no cerrado.

<sup>50</sup>Pese a esta corriente de pensamiento (la cual comparto debido a que el órgano de administración puede tomar medidas, con consentimiento de la Junta General en todo caso para frenar la OPA, y por lo tanto considero que el deber del órgano de gobierno no se engloba en un deber pasivo en el sentido estricto de la palabra), RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel, en Los Límites Legales a la Actuación de los Administradores de la Sociedad Opada (página 42), encuentra más acertado el mantener la expresión “deber de pasividad”, puesto que es la utilizada en nuestro ámbito nacional y comunitario. No seremos nosotros quien contradigamos dicha idea, por lo que rondaremos de nuevo en la figura de la pasividad.

<sup>51</sup>En relación a esto mismo, debemos destacar los conflictos de intereses existentes de los que hablábamos antes, teniendo en cuenta la idea del cuadrilátero de boxeo que enuncia el autor CHULIÁ Vicent, a la que también hicimos referencia. Así, en dicho conflicto considero que debe prevalecer el interés social; al mismo tiempo, el de los socios tampoco puede verse afectado por el de los administradores, pues aquellos, como propietarios de acciones, son los verdaderos dueños de la sociedad y, por tanto, son ellos los legitimados para aceptar la oferta. La posible adecuación o no de la decisión del accionariado al interés social se antoja como una cuestión más compleja y abstracta, pese a que el interés de los accionistas deba prevalecer sobre el de los administradores en esa, por continuar con la metáfora, disputa particular librada en el ring de boxeo.

En este sentido se manifiesta un Auto Judicial que me gustaría comentar . Este mismo misma sobre el establecimiento de determinadas medidas cautelares en la más que sonada Oferta Pública de Adquisición, que fue lanzada por GAS NATURAL, SA hacia ENDESA, SA. En la demanda se solicita que se suspenda el reparto de dividendos por los beneficios generados por una venta. Sin embargo, me gustaría adentrarme algo más en el texto de la resolución para aterrizar en su fundamento jurídico cuarto, que empieza siendo desarrollado así: “La primera cuestión o duda que se presenta es si la actora está legitimada para solicitar y exigir el deber de pasividad de los administradores. La demandada alega, y en eso coincide con la actora y la mejor doctrina, que el deber de pasividad que la norma consagra tiene como objeto la protección de los accionistas. Se trata de garantizar que los mismos van a decidir sobre la oferta de adquisición de sus acciones libremente; que los administradores no van a desvirtuar la oferta o hacer ineficaz ese derecho. Desde ese punto de vista, la demandada alega que como GAS NATURAL no es accionista, resulta ajeno a la cuestión de autos y que sólo los accionistas pueden exigir y demandar el deber de pasividad de los administradores.”

Dando por zanjada esta pequeña introducción de Derecho nacional español , es nuestro menester el adentrarnos, una vez más, en casuística americana para ver qué nos depara el Estado de Delaware en cuando a lo que debemos nombrar “hostile takeover defensive measures”. Como curiosidad, podemos mencionar el hecho de que algunas de ellas coinciden en la práctica de Delaware y la española.

En un primer momento, es conveniente el destacar que en el mercado estadounidense las sociedades afectadas disponen de una amplia gama de maneras de cercar su defensa frente adquirentes hostiles. La práctica de dicho país ha dado lugar a las más sofisticadas operaciones defensivas conocidas en la práctica: los recursos y acciones contra las OPAs (que ellos conocen como litigation). La toma de dicha medida es considerada un acto casi reflejo por parte de los administradores, que nada más conocer de la formulación de la oferta entablarán acción judicial aunque no exista demasiado fundamento para ello.<sup>52</sup>

Puede darse el caso de que los órganos judiciales no deseen verse inmiscuidos en asuntos de índole meramente económica, aún así los órganos corporativos societarios toman este tipo de medida para tratar de dificultar o impedir la prosperidad de la OPA hostil.

Por lo que acabamos de ver, considero debido el distinguir la naturaleza puramente táctica de esta medida, más que defensiva. Puede ser utilizada por parte de los administradores como una forma de ganar tiempo a fin de llevar a cabo otro tipo de

---

<sup>52</sup> Jennings y Marsh, Securities Regulation , 1982 página 671 (cit. por Rosenzweig, «Target Litigation», cit.,página 113-114). .Esta obra trae a colación una frase que me parece especialmente representativa de la falta de base que puede caracterizar este tipo de procedimiento: «prácticamente sin excepción, cualquier anuncio de una oferta pública de adquisición va simultáneamente seguido por una acción judicial interpuesta por los administradores acusando al oferente de la mayoría de los crímenes del Decálogo, excluyendo si acaso la violación»

conductas que sí sean realmente defensivas. De ahí esa posible falta de fundamentación jurídica que puede existir a la hora de entablar estas acciones, teniendo en cuenta que el motivo único es el entorpecer la OPA.

Todo esto no quiere decir, por supuesto, que los órganos de administración no interpongan nunca acciones judiciales con la intención de acceder a una tutela judicial que vele por el cumplimiento de la legislación (independientemente de la nación de cumplimiento) y normativa reguladora de las Ofertas Públicas de Adquisición para así proteger a los accionistas.<sup>53</sup>

Comentábamos con anterioridad el carácter relativamente más laxo del régimen de la “business judgment rule” de acuerdo con la Delaware Corporate. Ello incide en el específico ámbito de la adopción de medidas defensivas contra OPAs, ya que este factor dota a los órganos directivos de las sociedades de una libertad que es objeto de un amplio debate.<sup>54</sup>

En este contexto surge la obligación por nuestra parte de desarrollar una serie de medidas que se engloban bajo la rúbrica de “píldora envenenada”. Nos merecen especial atención desde el momento en que son expresamente mencionadas en el enunciado del supuesto práctico. Así, los administradores de Wideknox tratarán de accionar dichas medidas, cuya inclusión en los estatutos será requerida en algunas ocasiones. De ahí que en la introducción tratásemos con cierta profundidad que el deber de pasividad de los administradores no está reñida con la propuesta de incorporación de este tipo de precauciones.

Así, los autores Christian Kirchner y Richard Painter, presentan una serie de vías que podemos distinguir según su forma de ejecución o el grado de riesgo para la sociedad que supone su asunción.

---

<sup>53</sup>Aún así, GARCÍA de ENTERRÍA, LORENZO-VELÁZQUEZ, Javier, en el artículo doctrinal *Los recursos y acciones defensivas contra las OPAs como medida defensiva* (Revista de Derecho Mercantil núm.201/1991, Civitas, S.A. BIB/1991/897, página 10) redonda una vez más en la idea del procedimiento contradictorio como una vía de paralización y obstaculización de la Oferta Pública de Adquisición: “De lo que se trata es de resaltar que en el recurso a los tribunales por la sociedad afectada puede haber más de medida obstruccionista y entorpecedora que de verdadera búsqueda de amparo judicial frente a supuestas infracciones legales cometidas por el oferente. De ahí la necesidad de ocuparse de la posible incidencia que sobre esta conducta puede tener la disciplina sobre las OPAs contenida en el Decreto 1.197/1991 que, como hemos visto, limita considerablemente las posibilidades de actuación de las instancias directivas de la sociedad afectada por una OPA no acordada.”

<sup>54</sup>Teóricos económicos americanos como Bebchuk y Ferrell denuncian una excesiva permisividad por parte de los tribunales americanos para con el proceder de los administradores. Resaltan que en diversas ocasiones las conductas tomadas por esos bloquean las ofertas en detrimento de los socios (shareholders en derecho anglosajón). Estos profesores reclaman una inclusión en derecho federal de una opción a los socios de decidir el regular la sociedad por un régimen menos tolerante con las medidas defensivas. (*Takeover Defenses under Delaware Law, The Proposed thirteenth EU Directive an the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform*. KIRCHNER, Christian & PAINTER W., Richard. Volume 50, No. 3, summer 2002. Oxford University Press. Pages 453-454).



Comenzaremos pues, por la primera de ellas, una medida que también contemplan tanto el ordenamiento español como la práctica jurídica de nuestro país. En el Derecho de Delaware es conocida como la búsqueda del Caballero Blanco (White Knight). Dicha búsqueda se incardina en un entorno que permite (de igual manera en la legislación americana y española<sup>55</sup>) la búsqueda de ofertas competidoras que puedan resultar más atractivas para el accionariado, dejando de lado así la oferta de naturaleza hostil presentada por un oferente que en Estados Unidos es conocido como el Caballero Negro (si el nuevo oferente salvador era apodado “White knight”, el antagonista será el “Black Knight”). Así, la operación se concluirá con el Caballero Blanco.<sup>56</sup>

Otra actuación que podría tener la sociedad americana sería la conocida como “Greenmail”. Esto consiste en dirigirse a lo que en el país anglosajón se conoce como “Corporate Raider”<sup>57</sup>, para proponerle una venta por el paquete de acciones de las que es propietario. Dicho acuerdo contendrá una cláusula por la cual el Corporate Raider se compromete a no adquirir acciones ni tomar participación en la sociedad por otros métodos durante un periodo de tiempo determinado. Podría ser de total aplicación a nuestro caso. Wideknox, S.A podría ofrecerle a Yanaris S.A un precio con prima sobre el 30 por ciento, o parte de ese 30 por ciento que la sociedad española fue adquiriendo con el paso del tiempo, y diluir así la posibilidad de una entrada de Yanaris en Widenox.

Procedo a efectuar una breve referencia a otra actuación de la que puede servirse Wideknox, S.A aunque prefiero no prestarle demasiada atención, puesto el alto riesgo que supone para la sociedad, además de su difícil compatibilidad con los deberes

---

<sup>55</sup>Dicha permisión de buscar otra sociedad interesada en presentar una oferta se encuentra recogida implícitamente en el artículo 28 del Real Decreto 1066/2007 de Régimen Jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición. Su apartado 3 a) dispone que: “No quedarán sujetas a la limitación establecida en este artículo: a) La búsqueda de ofertas competidoras. Si en este proceso se diera acceso a cualquier clase de informaciones no públicas de la sociedad afectada, deberá asegurarse la igualdad entre todos los potenciales oferentes de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 46 de este real decreto.”

<sup>56</sup>En el artículo de la Revista de Derecho Bancario núm. 110/2008 parte Artículos Doctrinales (Edificio LEX NOVA, Valladolid. 2008, Página 25) se reconoce el derecho de los administradores a buscar ofertas competidoras. Me resulta interesante que utilice de igual manera el concepto de caballero blanco en España, ya que es otra prueba de la influencia y transposición de figuras económicas nacidas en América a nuestro país. Por otro lado, también resaltan alguna medida más aparte de las mencionadas en nuestro discurso, como puede ser la utilización de publicidad para repeler pujas de otras sociedades. Como ejemplo representativo de esta práctica se nos muestra la OPA lanzada sobre ENDESA, que ofrecía importantes descuentos en las facturas de luz y gas en caso de contratar con ellos. Esto se concibe como algo completamente lícito, de igual manera que el Consejo de Administración podrá emitir declaraciones públicas con total naturalidad acerca de la oferta. Se considera que dichas declaraciones no afectan a la capacidad decisoria de los socios, y por tanto serán perfectamente válidas.

<sup>57</sup>Este Corporate Raider se trata de un inversor que adquiere una participación significativa dentro de una sociedad (contemplando la traducción literal de “raider” como invasor, asaltante) de los derechos de voto, algo que le dará capacidad de decisión sobre el poder gubernamental de la sociedad.

fiduciarios de los administradores<sup>58</sup>. Se trata, nada más ni nada menos, que de la “Crown jewel sale”<sup>59</sup>. Su contenido se basa en concluir contratos de compraventa de los bienes de los activos más importantes de la sociedad (Crown jewels, most valuable assets) con la intención de disminuir el valor de esta misma. Una vez esto ocurra, el oferente se pensará dos veces la decisión de entrar en la afectada. Es fácil de comprender el carácter altamente arriesgado de esta medida, que podría suponer un suicidio empresarial en toda regla, y es que esta mengua de valor es susceptible de causar un daño irreparable en la sociedad. Una vía para aminorar el peligro sería utilizar, una vez más, al caballero blanco que nombrábamos anteriormente (White knight).<sup>60</sup>

No podemos finalizar esta reseña a la “Sale of Crown Jewels” sin mencionar una vicisitud a la que debemos enfrentarnos, al menos, en nuestro país. Una de las más recientes reformas que ha sufrido nuestra Ley de Sociedades Capital ha resultado de la nueva redacción del artículo 160. Para ser más concretos, el apartado f) de este precepto delega en la Junta General la decisión de adquirir, enajenar o aportar activos esenciales.<sup>61</sup> Así, para poder hacer efectiva esta medida, los administradores deben contar con el apoyo de la Junta General.

En referencia a las intenciones del órgano gestor de Wideknox, S.A, debemos tratar el asunto de las “píldoras envenenadas” que tratan de accionar. La razón de ser de las cápsulas venenosas es disuadir al oferente, ya sea haciendo que la compañía sea menos deseable o empoderando de alguna manera a los socios. A modo de ejemplo, podemos nombrar la “Flip-in” provision, que es destacada por el Corporate and Finance Institute como una de las más relevantes.<sup>62</sup>

Esta provisión de Flip-In toma su base en una oferta a los socios ya existentes para adquirir acciones de la compañía a un precio con descuento. Este descuento suele tener un carácter sustancial, permitiendo a los accionistas existentes consolidar su reclamación de capital en la porción de la compañía que no es adquirida por el oferente. El flip puede hallarse en los estatutos (bylaws) de las sociedades cotizadas, que

---

<sup>58</sup> GIMENO BEVÍA, Vicente. *Los acuerdos de exclusividad en los procesos de adquisición de empresas* (Revista de Derecho Mercantil núm. 304/2017. Civitas, S.A.. Pamplona 2017, página 11).

<sup>59</sup>Literalmente, su traducción sería “venta de joyas de la corona”.

<sup>60</sup>El instituto de Corporate and Finance explica que la sociedad afectada puede obligarse en esas compraventas con el Caballero Blanco, a fin de que este le revenda los activos una vez haya desaparecido el interés del oferente. El aplicar una suerte de prima sobre el precio de ese retorno de los bienes sociales sería el beneficio que obtendría el White knight. Si bien es cierto que de esta manera se suaviza la situación, la pérdida de valor (cuya sensibilidad es inmediata en las sociedades cotizadas en relación a su capitalización bursátil) sigue estando presente y, como ya recalamos, sus consecuencias pueden no tener vuelta atrás. (<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/crown-jewel-defense-takeover/>)

<sup>61</sup>Dejando a un lado la discusión que está suponiendo el determinar qué activos son esenciales y cuáles no en función del último balance aprobado, algo que no es importante en estos momentos y que por tanto dejaremos aparte.

<sup>62</sup><https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/poison-pill-shareholder-rights-plan/>

delimitan un límite de participación que puede alcanzar un socio. Una vez sobrepasada esta barrera, se activa la píldora ponzoñosa, que va a permitir una emisión de nuevas acciones con derecho a compra con precio descontado para todos los socios menos el posible oferente. Así, estas disposiciones tienen eficacia anterior a la Oferta Pública de Adquisición.

Esta emisión de nuevas acciones causa una dilución del poder del adquirente hostil. Por otro lado, ese descuento provocará una pérdida de valor de la sociedad que podrá redundar una pérdida de interés por parte del oferente.

Por otra parte, considero oportuno explicar las protecciones que pueden tratar de tomar los administradores en caso de toma de control de la sociedad afectada. La práctica americana reconoce los nombrados “paracaídas dorados”, acuerdos que pueden alcanzar los directivos con la sociedad para que los primeros sean indemnizados con buenas cantidades de dinero en el supuesto de un cambio de control societario.

No podemos obviar los bonos convertibles en acciones: “los suscriptores de los bonos son “entidades afines” a la empresa, que reciben una rentabilidad superior a la que otorga el mercado, a cambio del compromiso (expreso o tácito, según el tipo de relación que haya con las entidades), de que convertirán los bonos en acciones en el momento adecuado, y cederán el derecho de voto al Consejo de la sociedad afectada, impidiendo de esta forma que la entidad que acosa a la anterior, pueda tener el control de la compañía, al haberse incrementado notablemente el volumen de derechos de voto de las acciones en circulación.”<sup>63</sup>

Para finalizar, aportaré una última medida que podría tomar Wideknox. Esta es, ni más ni menos, aplicar a Yanaris, S.A su misma medicina. La “Pac-Man defense”<sup>64</sup>. Así, la que en un principio tenía condición de empresa afectada pasa al ataque lanzando una puja hacia la empresa oferente. De esta forma, el temor de la sociedad que en esa segunda OPA tendría carácter de opada (Yanaris en este caso) de verse tomada por la nueva opante podría hacerla recular en la intención de continuar con la OPA inicial.

Es conveniente hacer constar lo agresivo de esta práctica, algo que ya se vivió en su momento en los Estados Unidos (1982) cuando Bendix Corporation intentó hacerse con el control de la sociedad Martin Martinetta, dedicada a la producción de materiales pesados de construcción y otros agregados mediante compra de acciones. Así, ambas empresas lanzaron cruzadas la una contra la otra, resultando esto dañino para las dos finalmente.

---

<sup>63</sup><http://www.expansion.com/diccionario-economico/pildora-venenosa.html>

<sup>64</sup>Curiosa nomenclatura en honor al famoso videojuego Pac-Man, en el que los personajes participantes trataban de engullir unos a otros. Una metáfora bastante acertada el contexto de la defensa que estamos desarrollando, en la que las empresas implicadas tratan de adquirirse entre ellas.

Lo nocivo de ello radica en las operaciones necesarias que la afectada tendrá que efectuar para disponer del efectivo que requiere el acometer una operación de la envergadura de una toma de control de una sociedad cotizada.<sup>65</sup> De ahí el perjuicio sufrido por Martin Martinetta en el caso que antes nombrábamos.

En mi opinión, los Consejeros deberían interponer acción judicial en el momento que reciban la oferta, para luego llevar a cabo la técnica de la píldora envenenada. Visto lo arriesgado o costoso de otras medidas defensivas, esta me parece la menos dañosa para la sociedad

## CONCLUSIONES

Bajo mi punto de vista, la actuación del Consejo de Administración puede calificarse de despropósito en un doble sentido. Primero, desnaturaliza la competencia de la Junta General al ignorar a los accionistas a la hora de tomar una decisión acerca de la procedencia de la fusión. Esta forma de proceder no puede ser, a mi juicio, considerada una decisión racional conforme a lo ya expuesto en las preguntas de desarrollo.

El órgano corporativo de la sociedad estadounidense no respeta al accionariado ni la idea informadora del ordenamiento que determina su legitimación como apoderado decisorio.

Por otra parte, considero una falta del deber de cuidado (que antes no mencionamos, ya que se lo que se demandaba de forma concreta en la pregunta era una resolución sobre este deber relativa al rechazo de la “merger offer”) el hecho de que el Consejo de Administración no haya sido consciente de la entrada de Yanaris, S.A en la sociedad que dirigen hasta que esta tomó un porcentaje de participación en ella que, conforme a Derecho español, le da la condición de socio de control.

---

<sup>65</sup>El Corporate and Finance Insitute nos indica una serie de formas de conseguir el montante: venta de activos propios, que pueden tener carácter esencial o no (Non-core business units). Otra vía podría ser la obtención de financiación externa vía préstamos, por ejemplo. Por último, se nombra el uso de reservas sociales o ejecución de créditos, bonos o deuda que puedan dar liquidez a la sociedad (“todo ello englobado mediante el pseudónimo de “War chest”).

(<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/pac-man-defense-hostile-tekeover/>)

Entiendo que los directivos de toda una sociedad cotizada deberían actuar con la diligencia suficiente como para cerciorarse de algo de tan grande envergadura como una significativa toma de control por parte de un tercero.

La práctica jurídica y económica nos lleva a pensar que, con carácter general, la reacción de la directiva debe surgir con inmediatez para actuar en consecuencia con la celeridad requerida. Un ejemplo de ello es la tentativa de toma de dominio de Netflix hace unos años.<sup>66</sup>

De haber actuado conforme a parámetros del celo debido, habrían considerado el recurrir a medidas defensivas de OPA u toma de control con anterioridad, por poner un ejemplo al haber tomado Yanaris, S.A un 10 o 15<sup>67</sup> por ciento de las acciones (lo cual ya es algo considerable en una sociedad cotizada). Analizando la repercusión de dicha circunstancia pienso que, a priori, no acaecerán consecuencias jurídicas, pero sí económicas para la sociedad. Esto será observado detalladamente en breves instantes.

En otro orden de cosas, hemos tratado qué acontecimientos se podrían dar con respecto a los trabajadores en una supuesta fusión u Oferta Pública de Adquisición. Como ya vimos, la diferencia radica en la sucesión de empresa que se produce al desaparecer ambas sociedades previamente existentes para el surgimiento de una nueva que pasará a ser el empleador. Esto no pasa en el segundo caso, ya que las operaciones concernientes a acciones no repercuten de forma directa en la personalidad jurídica societaria, manteniéndose la condición de empleador en la sociedad opada, aunque el poder de esta cambie de manos.

Es por esta razón que considero más beneficiosa para los empleados una operación de acciones. Si bien es cierto que, atendiendo a lo dispuesto en el Estatuto de los Trabajadores, la premisa general es el mantenimiento de la relación laboral, hay que tener en cuenta que en los casos de sucesión de empleador se guarda la prerrogativa de los arts. 52 y siguientes, por el cual puede dar por finalizados los contratos que generen duplicidades o sinergias. Este fenómeno difícilmente se puede dar en una OPA, ya que el contratante es el mismo, la personalidad jurídica no varía, por lo que en primera instancia nada cambiaría en la situación de los trabajadores.<sup>68</sup>

---

<sup>66</sup> “In 2012 Netflix adopted a Poison Pill (shareholder rights plan) to fend off Karl Icahn from a hostile takeover. Upon learning that Icahn acquired a 10% stake in the company, Netflix immediately put on the defensive by swallowing a poison pill. In doing so, they prevent Icahn from continuing to receive a higher stake in the company, by making it more costly to do so. Any attempt to buy a large position of ownership of Netflix without board approval would result in flooding the market with new shares, making any stake attempt expensive.”

<sup>67</sup>El Diccionario Empresarial de Wolters Kluwer tomar como referencia unas cantidades de entre el 15 y el 25 por ciento.<http://diccionarioempresarial.wolterskluwer.es/>

<sup>68</sup>Siempre existe la posibilidad de que se produzcan despidos, pero en este supuesto el empleador no puede alegar una situación de fusión de empresa que genere puestos redoblados.

Algo similar ocurre en el ámbito del Derecho Administrativo aplicado a nuestro supuesto. Toda entidad privada que se proponga contratar con el Sector Público tendrá que cumplimentar los requisitos que ya vimos en su momento, no siendo esta obligación ajena las sociedades protagonistas de nuestro caso. Así, será necesario revisar estas condiciones una vez realizada la fusión, aunque con carácter general esta nueva contratista se subrogará en las concesiones y contratos de los que eran titulares las sociedades anteriores.

Por otra parte, no debemos obviar en ningún momento el sector estratégico en el que se engloba la actividad de ambas empresas. Es por ello que será necesario requerir las solicitudes pertinentes conforme a lo ya explicado en el desarrollo de la cuestión.

Ha sido propósito de estudio, asimismo, la contingencia de una Oferta Pública de Adquisición a formular por parte de la sociedad española en base a Derecho de nuestro país.

De esta forma pudimos determinar los supuestos que la ley ordena como susceptibles de hacer surgir dicho compromiso, siendo de aplicación para nuestro caso el de toma de control de una sociedad cotizada; en este contexto habremos de examinar el paquete accionarial del potencial oferente para diagnosticar los derechos de voto conferidos por la clase de títulos que posea. Sin embargo, una vez analizada la última cuestión, entra en juego un nuevo favor que habremos de tomar en consideración con el fin de determinar si esta tesitura obligacional puede desintegrarse por causa de él.

Hago esta salvedad habida cuenta de las posibles medidas defensivas que la sociedad del Estado de Delaware puede tomar con el único objeto de hacer disminuir la participación de Yanaris, S.A; por esto mismo, si se ingiere la pastilla venenosa de acuerdo con lo que se nos dice en el planteamiento que es intención de los consejeros de Wideknox, S.A, el conjunto de acciones reunido por la empresa española se vería mermado hasta el punto de perder la condición de socio de control. Lo mismo ocurre con las otras formas de proceder, por ejemplo la de Greenmail, ya que implicaría una reducción del poder de Yanaris, S.A.

Así pues, el deber de presentar una Oferta Pública de Adquisición se encuentra íntimamente relacionada con la última cuestión. A mi juicio, la primera acción a tomar por parte de Wideknox, S.A debería ser la interposición de procedimiento judicial contra la Oferta al momento de ser presentada a efectos de ganar tiempo para después adoptar la táctica Flip-in ya explicada en su debido momento.

A modo de aportar una última idea me gustaría traer a colación las consecuencias económicas del descuido en el que incurre el Consejo de Administración de Wideknox, S.A al no percatarse de la entrada de Yanaris, S.A. en la sociedad de la que son directivos. Como ya he reiterado, su reacción debería haber sido anterior para reunir a los accionistas y acordar la activación de una píldora envenenada de ser necesario.

En el momento de analizar las secuelas negativas que puede suponer la ejecución de una “poisonous pill” nos percatamos de que la finalidad última de esta contingencia es mermar en la mayor medida posible la participación del Corporate Raider en la sociedad afectada. Para ello es necesario un incentivo que inste al accionariado a adquirir el mayor número de acciones posible, que será la venta de las acciones por debajo del precio de mercado<sup>69</sup>. Esta es una forma de dotar de mayor garantía a la buena ventura de la operación y así completar la “expulsión” de Yanaris,S.A.

Este hecho provoca un deterioro económico para la sociedad ya que está emitiendo valores por un precio menor al estipulado por los índices bursátiles y, por tanto, recibiendo un montante menor al que le correspondería de efectuarse la maniobra en condiciones de mercado. Así, es lógico concluir que, cuanto mayor sea el paquete accionarial a perjudicar, mayor será también el número de títulos a crear y difundir, aumentando progresivamente el menoscabo económico sufrido por la entidad.

Considero que podemos ahondar todavía más en la cuestión. Este perjuicio adicional que sufrirá Wideknox de adoptar la medida defensiva de la píldora envenenada no se habría producido de existir una pronta oposición por parte del Consejo de la sociedad norteamericana. En caso de haber tomado el control de la situación al alcanzar la sociedad española un 10 o 15 por ciento, como decíamos, el daño hubiera sido menor.

Por ello es que en este contexto los Consejeros, a mi juicio, incurren en una falta del deber de cuidado del interés societario casi tan grave, si no más, que el incumplimiento del deber de convocar a la junta. Los socios podrán ejercitar acción de responsabilidad social contra el órgano de administración.

---

<sup>69</sup>En ocasiones otorgándole también opciones sobre estas acciones futuras , o incluso bonos convertibles en acciones tanto a accionistas como a terceros.

## BIBLIOGRAFÍA.

CHULIÁ, Vicent, en su obra *Introducción al Derecho Mercantil (décimo novena edición*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2006).

DE DIOS MARTÍNEZ, Luis Miguel, en su artículo doctrinal *La OPA por toma indirecta o sobrevenida de control* (Revista de Derecho de sociedades núm. 33/2009 2 parte Estudio. Aranzadi, S.A.U, Cizur Menor, 2009

DÍAZ YEREGUI. Rafael en su artículo *El cambio de control en los contratos del sector público* ( Actualidad Civil, Nº9, Sección de derecho de los contratos/ A fondo, Septiembre 2017, Wolters Kluwer, página. 2)

GARCÍA de ENTERRÍA, LORENZO-VELÁZQUEZ, Javier, en el artículo doctrinal *Los recursos y acciones defensivas contra las OPAs como medida defensiva* ( Revista de Derecho Mercantil núm.201/1991, Civitas, S.A. BIB/1991/897, página 10)

GIMENO BEVÍA, Vicente. *Los acuerdos de exclusividad en los procesos de adquisición de empresas* ( Revista de Derecho Mercantil núm. 304/2017. Civitas, S.A.. Pamplona 2017, página 11).

HERNANDO CEBRIÁ, Luis. *La Buena fe en el marco de los deberes de los administradores de las sociedades de capital: viejos hechos, nuevas implicaciones.* ADC, tomo LXIX, 2016, fasc. IV ( Páginas 1385 y ss.)

KIRCHNER, Christian & PAINTER W., Richard. *Takeover Defenses under Delaware Law, The Proposed thirteenth EU Directive and the New German Takeover Law: Comparison and Recommendations for Reform.* Volume 50, No. 3, summer 2002. Oxford University Press. Pages 453-454.

MARCOS, Francisco, el artículo doctrinal *La información a los trabajadores en las Ofertas Públicas de Adquisición* (Revista de Derecho de Sociedades núm. 30/2008 1 parte Varia, Aranzadi S.A.U, 2008, página 1)

PERDIGÓ SOLÁ, Joan, en su artículo doctrinal *La Transmisión de Acciones o Participaciones en Sociedades Concesionarias: Continuidad o Extinción del contrato,* (Tornos Abogados, Administrativo, Barcelona, enero de 2016)



QUETGLAS, Rafael Sebastián, GARCÍA DE ENTERRÍA, Javier. *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*. Madrid 2016, Wolters Kluwer. Páginas 51 y siguientes.

ROCHA, Fernando y ARAGÓN, Jorge, en su artículo *EL PAPEL DE LAS RELACIONES LABORALES EN LOS PROCESOS DE FUSIÓN DE EMPRESAS*, Doc 1/2002, Fundación 1 de mayo

RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, Daniel. *Los límites legales a la Actuación de los Administradores de la Sociedad Opada (Ley del Mercado de Valores y desarrollo reglamentario)*. THOMSON REUTERS, ARANZADI. Publicado en Navarra en el año 2010. Páginas 22 y siguientes.

TAPIA HERMIDA, Alberto J., SÁNCHEZ CALERO, Juan. *Fusiones y OPAS Transfonterizas*. Thomson Aranzadi, 2007. ( páginas 25-27).df

[-https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/pac-man-defense-hostile-tekeover/](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/pac-man-defense-hostile-tekeover/).

(Último acceso el día 31 de mayo de 2018)

[-https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/](https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/)

(Último acceso 11 de Junio de 2018)

[-https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/crown-jewel-defense-takeover/](https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/crown-jewel-defense-takeover/)

(Último acceso 24 de mayo de 2018)

[-http://diccionarioempresarial.wolterskluwer.es/](http://diccionarioempresarial.wolterskluwer.es/)

(Último acceso 6 de junio de 2018)

[-http://www.expansion.com/diccionario-economico/pildora-venenosa.html](http://www.expansion.com/diccionario-economico/pildora-venenosa.html)

(Último acceso el 6 de junio de 2018)

## APÉNDICE JURISPRUDENCIAL Y RESOLUCIONES ADMINISTRATIVAS

Sentencia del Tribunal Supremo ( Sala 4ª de lo Social ). Resolución del 27 de Octubre de 1994, Recurso 3724/1993. RJ 1994\8531.

Sentencia del Tribunal Supremo (Sala 4ª, de lo Social) de 24 de septiembre de 2012 Rec. 3252/2011, RJ 2012\10287

Sentencias del Tribunal Supremo de su Sala Sexta, de lo Social, de 27-6-1983 (RJ 1983\3053), y de 27-12-1989 (RJ 1989\9087)

Sentencia (Tribunal Superior de Justicia de Málaga, Sala de lo Social Sección 1ª, Sentencia 1047/2005, de 1 de abril)

Informe de la CNE (Comisión Nacional de Energía) Informe sobre la Solicitud de Autorización de transmisión de activos de generación de ENDESA GENERACIÓN, S.A a favor de VIESGO GENERACIÓN, S.L. Informe datado del 17 de Julio de 2001.

Dictamen de Consejo de Estado nº 3375/2001 de 5 de diciembre de 2001.

Auto de 13 febrero 2006. AC 2006\360, Juzgado de lo Mercantil número 1 de Barcelona.

