

Doble Titulación Grado en Derecho y Bachelor of Laws
Trabajo de fin de Grado
Curso académico 2018-2019



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

**PROPUESTA DE OPA
HOSTIL**

Gabriel Rodríguez Leva

**Tutor del Trabajo:
D. Manuel Areán Lalín**

ÍNDICE

ABREVIATURAS	4
SUPUESTO DE HECHO	5
CUESTIONES	6
INTRODUCCIÓN	7
I. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y DEBERES EXIGIBLES A LOS ADMINISTRADORES	9
I.1. Ofertas públicas de adquisición. Regulación y ámbito de aplicación	9
I.2. Procedimiento de OPA	10
I.3. Deberes de los administradores en una sociedad cotizada	11
I.3.a) El deber de diligencia	11
I.3.b) La protección de la discrecionalidad empresarial	12
I.3.c) El deber de lealtad	13
I.4. Deberes exigibles a los administradores en una Oferta Pública de Adquisición	13
I.5. Conclusiones	14
II. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y DEBERES EXIGIBLES EN EL REINO UNIDO	15
II.1. Takeovers in the UK: definición, regulación y procedimiento	15
II.2. Directors' duties in the UK: generales y en OPAS	16
II.2.a) Deber de actuar atendiendo al objeto social de la sociedad y a los poderes conferidos (s 171)	16
II.2.b) Deber de promover el beneficio de la compañía (s 172)	17
II.2.c) Deber de ejercer un juicio independiente (s 173)	17
II.2.d) Deber de diligencia (s 174)	17
II.2.e) Deber de evitar conflictos de interés (s 175)	17
II.2.f) Deber de no aceptar beneficios de terceros (s 176)	17
II.2.g) Deber de declarar el interés propio en transacciones o acuerdos de la compañía (s 177)	18
II.3. Conclusiones	18
III. TIPOS DE OPAS Y ACCIONES CONCERTADAS	18
III.1. Tipos de Ofertas Públicas de Adquisición	18

III.1.a) Ofertas Públicas de Adquisición obligatorias	19
III.1.b) Ofertas Públicas de Adquisición voluntarias	20
III.2. Acciones concertadas y compraventa de acciones	21
III.3. Conclusiones	22
IV. TIPOS DE OPAS Y ACCIONES CONCERTADAS EN EL REINO UNIDO	22
IV.1. Tipos de OPAS	22
IV.2. Acciones concertadas y compraventa de acciones en el Reino Unido	23
IV.3. Conclusiones	23
V. RESPONSABILIDAD EXIGIBLE A LOS ADMINISTRADORES POR INCUMPLIMIENTO DE SUS DEBERES	23
V.1. Responsabilidad y consecuencias en España	24
V.2. Responsabilidad y consecuencias en el Reino Unido	24
V.3. Conclusiones	25
VI. MEDIDAS DEFENSIVAS CONTRA UNA OPA HOSTIL	26
VI.1. OPA hostil y deber de pasividad de los administradores	27
VI.2. Medidas defensivas contra una OPA hostil.....	28
VI.3. Conclusiones.....	33
VII. PACTOS PARASOCIALES Y OPAS CONDICIONADAS	33
VII.1. Pactos parasociales en España y Reino Unido	33
VII.2. OPAS condicionadas en España y Reino Unido	36
VII.3. Conclusiones	38
VIII. COMPETENCIA Y SUPERVISIÓN EN MATERIA DE OPAS	38
VIII.1. Cumplimiento del Derecho de la competencia	39
VIII.2. Supervisión estatal e institucional	42
VIII.3. Conclusiones	43
CONSIDERACIONES FINALES	43
BIBLIOGRAFÍA	46
REPERTORIO NORMATIVO	48
REPERTORIO JURISPRUDENCIAL	49

ABREVIATURAS

BA	<i>Bribery Act</i>
BOE	Boletín Oficial del Estado
CA	<i>Companies Act</i>
CC	Código Civil
CCom	Código de Comercio
CEO	<i>Chief Executive Officer</i>
CMA	<i>Competition and Markets Authority</i>
CNC	Comisión Nacional de la Competencia
CNE	Comisión Nacional de la Energía
CNMC	Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CP	Código Penal
LDC	Ley para la Defensa de la Competencia
LMV	Ley del Mercado de Valores
LSC	Ley de Sociedades de Capital
OPA/s	Oferta/s Pública/s de Adquisición
RDDC	Real Decreto para la Defensa de la Competencia
RDOPAS	Real Decreto 1066/2007 sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
RIS	<i>Regulatory Information Services</i>
S/SS	<i>Section/s</i>
SA	Sociedad Anónima
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
TS	Tribunal Supremo

El objeto del presente trabajo es el estudio de las cuestiones jurídicas planteadas a través del siguiente

SUPUESTO DE HECHO

La sociedad anónima española Peyaco S.A., líder del sector energético, cuenta con un capital social de 15.750.000€ (quince millones setecientos cincuenta mil euros) dividido en 1.050.000 (un millón cincuenta mil) acciones (un millón cincuenta mil acciones) de 15€ (quince euros) de valor nominal, representadas mediante anotaciones en cuenta e íntegramente suscritas y desembolsadas. Peyaco S.A. cotiza en el mercado bursátil español desde hace 5 años, con un precio por acción de 15€ (quince euros) y su activo más importante es un software que permite aumentar la eficiencia de sus paneles solares y molinos eólicos, recibiendo más energía solar y eólica respectivamente.

Por su parte, la sociedad británica HighCommander L.L.C, competidora energética de Peyaco, realiza un análisis exhaustivo sobre dicha sociedad, descubriendo que la capitalización bursátil de dicha sociedad se encuentra por debajo de su valor teórico contable. Es en ese momento cuando se decide a lanzar una oferta pública de adquisición de acciones (opa) a 17,50€ (diecisiete euros con cincuenta céntimos) por acción, de los cuales 12€ (doce euros) se pagan en acciones de la propia compañía, y el resto, 5,50€ (cinco euros con cincuenta céntimos), en metálico. Para obtener el dinero, HighCommander logra previamente un acuerdo con la sociedad española Mareón S.A. para la compra posterior a la opa de activos de Peyaco localizados en áreas geográficas de actuación de la sociedad Mareón. A su vez, HighCommander cuenta con un préstamo del grupo de bancos Smith, Evans y Freus.

La oferta inicial es rechazada por el órgano de administración de Peyaco, por entender que la oferta pondría en serios aprietos los derechos e intereses de los accionistas minoritarios debido al mayor tamaño de HighCommander, y por considerar que existe una gran cantidad de socios reacios a que la empresa sea adquirida por otra extranjera, ya que temen una deslocalización. Además, alega Peyaco, esta oferta ha sido realizada con total desconocimiento por parte del órgano de administración y sin respetar las previsiones en materia de defensa de la competencia. Así pues, el órgano de administración decide no transmitir la oferta realizada a los demás accionistas de la sociedad.

Poco tiempo después, el valor de las acciones de Peyaco S.A. pasa de 15€ (quince euros) a 20€ (veinte euros) en tan solo tres semanas. Ante esto, la sociedad decide llevar a cabo un informe exhaustivo, descubriendo que el motivo de esta subida en el valor de las acciones se debía a que EnergyMotors, filial de HighCommander, había estado comprando acciones hasta hacerse con el 20% de la sociedad con la pretensión de vender posteriormente las acciones a su empresa matriz. Pocos días después, HighCommander vuelve a lanzar una oferta pública de adquisición a la sociedad Peyaco subiendo el valor hasta los 23€ (veintitrés euros) por acción.

Tras una reunión entre los administradores de la sociedad opante y la opada, el órgano de administración de Peyaco acepta la oferta y recomienda a los accionistas la venta de las acciones ante lo que es, a su criterio, una “oportunidad de mercado”. Sin embargo, el verdadero motivo de informar favorablemente la adquisición se debe a que en dicha reunión se fijó que, en caso de prosperar la opa, los administradores recibirían una prima del 5% del precio total de la opa; pacto que no llega a ser descubierto por los accionistas de la sociedad.

No obstante, la junta general de socios, contraria a la adquisición por parte de una sociedad extranjera rechaza la adquisición, instando, además a los administradores a encontrar una solución al problema.

En este momento y ante la constante subida en la compra de acciones por parte de HighCommander, la sociedad española EnergySoluciones S.A., competidora tecnológica directa con la Peyaco, se incorpora a la pugna, lanzando una contra-opa por un valor de 30€ (treinta euros) por acción. El órgano de administración acepta la oferta y la junta general de socios, ante el temor de ser absorbidos por una empresa extranjera, vota favorablemente esta adquisición.

En el acuerdo de adquisición, se firman 5 puntos a respetar por EnergySoluciones:

- *La no deslocalización de la empresa durante un período de 15 años*
- *Una subida salarial a todos los empleados que decidan continuar en la empresa de un 5%, así como una compensación del 15% del salario anual a los empleados que decidan abandonarla*
- *El mantenimiento de la marca Peyaco durante 10 años*
- *El reparto entre los accionistas de Peyaco de un 15% del total de las acciones de EnergySoluciones*
- *La no emisión de nuevos valores de la sociedad ni el aumento del capital de la sociedad por un plazo de 10 años*

Además, los administradores de Peyaco firman un pacto parasocial con el órgano de administración de EnergySoluciones por el que la segunda se compromete a incluirlos en su órgano de administración en un plazo máximo de 2 años.

CUESTIONES

1. ¿Debieron legalmente los administradores haber comunicado la primera opa a los demás accionistas? ¿Han incumplido su deber de cuidado, buena fe o lealtad al no hacerlo?

2. En el momento en el que la sociedad EnergyMotors adquiere el 20% de la sociedad Peyaco, ¿está obligada a formular una oferta pública de adquisición?; ¿es válida esta compra encubierta de acciones por parte de HighCommander?; ¿podría la sociedad EnergyMotors vender posteriormente esas acciones a HighCommander?

3. *En caso de que se llegara a descubrir el pacto entre los administradores de Peyaco y HighCommander en el momento en el que se produce la segunda oferta, ¿qué clase de responsabilidad tendrían los administradores de ambas sociedades? ¿Sería diferente la responsabilidad si Peyaco hubiera aceptado la adquisición de HighCommander?*

4. *¿Qué otras soluciones podrían haber propuesto los administradores de Peyaco aparte de aceptar la adquisición por parte de la sociedad EnergySoluciones?*

5. *Respecto a los compromisos asumidos por EnergySoluciones, ¿cuáles le vinculan, ¿cuáles debe someter a aprobación de su junta general y cuáles podría infringir sin tener ningún tipo de responsabilidad?*

6. *¿Está vinculada EnergySoluciones por el pacto parasocial contraído por sus administradores?*

7. *¿Se han respetado las normas de defensa de la competencia en esta operación de concentración empresarial?*

Analícense las distintas cuestiones societarias desde la perspectiva del Derecho español y del Derecho inglés. Y la vertiente concurrencial a la luz de las normas españolas y de la Unión Europea.

INTRODUCCIÓN

Como sostienen Álvarez Arjona y Carrasco Perera: *aunque la palabra <<control>>, en relación con el mundo de las adquisiciones de empresa en bolsa es un concepto relativamente reciente, es una evidencia empírica que desde principios de siglo las Bolsas de Valores y los Mercados de Capitales han sido el escenario de las luchas por el control de las empresas* (2004).

En este escenario surgen las Ofertas Públicas de Adquisición, que no son más que una medida para conseguir el control en una sociedad cotizada, en mayor o menor medida, y con una serie de particularidades que serán objeto de debate más adelante. Sin embargo, esta no es la única operación de integración o combinación de empresas. Estas operaciones, también pueden encontrar su cauce a través de otros medios jurídicos de parecida significación sustantiva, tales como la fusión, la escisión, la segregación o la cesión de activos sociales.

Así, conviene tener en cuenta estos condicionantes a la hora de analizar las Ofertas Públicas de Adquisición y, en concreto, las operaciones que nos ocupan en el presente caso a fin de dar una respuesta completa e integral a las cuestiones planteadas por el supuesto de hecho.

Además, y teniendo siempre en cuenta la repercusión que las OPAS pueden tener, ya no solo en el mercado de un país concreto, sino en el propio mercado común, la Unión Europea ha jugado un papel crucial en los últimos años, en este sentido:

Otro de los condicionantes a tener en cuenta, en línea con lo anterior, es el papel que ha jugado la Unión Europea en materia de OPAS, que en los últimos años, ha resultado crucial, ya que se entendía que tener un marco regulatorio comunitario para las OPAS no sólo significaba tener más reglamentación, por el contrario, ayudaba a romper barreras artificiales entre Estados miembros, promovía la competencia y contribuía en cierta

medida al desarrollo del mercado de control societario en aquellos Estados miembros donde, en la práctica, dicho mercado no ha existido (Hopt, 2010).

A tal efecto, se promulgó la *Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004*, (en adelante, la Directiva), en la que se instaba a los Estados Miembro a llevar a cabo una serie de reformas en la reglamentación de las OPAS, a fin de, como decimos, eliminar esa barrera artificial entre países de la Unión Europea.

Es por ello que conocer la extensa regulación sobre las OPAS, así como sus tipos, procedimiento y particularidades -tanto a nivel comunitario, como a nivel estatal- resulta crucial, ya que dependiendo del tipo de OPA y del procedimiento seguido por las sociedades implicadas en el presente caso, la respuesta podría variar extraordinariamente.

A su vez, conviene revisar si el comportamiento de las sociedades implicadas -tanto las oferentes, como la afectada- ha sido el que la legislación exige y si, consecuentemente, las personas encargadas de la dirección de dichas sociedades (los administradores) han cumplido con todos los deberes y responsabilidades que la ley les impone, así como con aquellos que derivan directamente del régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición; todo esto porque el carácter de las tomas de control u OPAS, tiene unos caracteres diferenciales, en este sentido se expresa García de Entrerría:

No conviene olvidar que, a diferencia de otras operaciones de integración empresarial, las tomas de control u OPAS se caracterizan por su aptitud intrínseca para eludir cualquier intervención del órgano de administración y para remitir la decisión directa sobre la operación a los propios accionistas, que son quienes determinan el resultado de ésta con su decisión de acogerse o no a la oferta de compra o de permuta que les dirige el oferente (1999).

Por otra parte, en el presente trabajo no solo debemos centrarnos en la regulación española de ofertas públicas de adquisición, por el contrario, y dada la nacionalidad de las empresas oferentes, conviene realizar un estudio de la regulación inglesa sobre Ofertas Públicas de Adquisición también. En este sentido, y comparando nuestro mercado de control societario con el existente en los países anglosajones vemos que el número de sociedades que cotizan en la bolsa española respecto de la británica es muy reducido, por lo tanto, el número de sociedades susceptibles de ser adquiridas mediante una OPA también será más reducido que en el país británico.

Por último, es necesario, a su vez, ser conscientes de que el presente caso toma como referencia la OPA realizada por Gas Natural sobre Endesa en el año 2005, sociedad, esta última, que finalmente fue adquirida por Enel mediante una OPA competidora en el mismo año. Esta OPA mostró que todo Estado debe estar preparado para una operación de esta envergadura, que pone a prueba los modelos de supervisión y supone un reto para todo mercado -en este caso en concreto para el mercado energético-.

Por eso, un análisis de cómo una operación de tal envergadura afectaría a la competencia en el mercado energético -dado que todas las sociedades implicadas son sociedades energéticas-, resulta crucial para entender el impacto de las OPAS en su plenitud. A su vez, una referencia a la supervisión que el estado español debería llevar a cabo en el momento en que se plantean operaciones que pueden alterar sectores tan delicados como el energético -e incluso llegar a generar monopolios-, resulta parte indispensable de este ensayo, ya que los poderes públicos deben estar preparados para conjurar los peligros que una operación de estas características podría entrañar en el mercado, para así mantener el correcto funcionamiento y la normalidad del sector energético y, en concreto, de las industrias energéticas que abastecen nuestro país. En este sentido, unas referencias finales a las normas de derecho de la competencia, tanto en nuestro país como a nivel europeo y

una serie de nociones básicas sobre el derecho de supervisión del Estado cuando una OPA afecte a mercados regulados -como puede ser el energético- resultan necesarias.

I. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y DEBERES EXIGIBLES A LOS ADMINISTRADORES

Para realizar un análisis contextualizado del supuesto en cuestión, conviene, en primer lugar, estudiar la configuración de las Ofertas Públicas de Adquisición en nuestro ordenamiento jurídico para así conocer dónde y de qué manera se incardinan los deberes de los administradores de la sociedad afectada por una OPA. Así, en estos dos primeros epígrafes analizaremos, en primer lugar, si se cumplen todos los requisitos para considerar que nos encontramos ante una OPA, y, de ser así, conocer la regulación aplicable al presente caso. Por otro lado, y, en conexión con lo anterior, analizaremos si fue correcto el comportamiento llevado a cabo por los administradores de Peyaco en la primera de las ofertas efectuadas por HighCommander, y veremos, a su vez, si pudo esperarse de ellos algún otro tipo de proceder conforme a los deberes legalmente exigibles a los administradores de una sociedad cotizada.

I.1. Ofertas públicas de adquisición. Regulación y ámbito de aplicación

Una de las novedades más importantes que ha experimentado la legislación mercantil española en los últimos años ha sido la aprobación del nuevo régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de valores (OPAS). La nueva regulación está contenida en *el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*. (en adelante, LMV), y en *el Real Decreto 1066/2007 de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores* (en adelante, RDOPAS), que desarrolla reglamentariamente la LMV. Mediante ambas normas se incorpora a la legislación española la Directiva.

El RDOPAS en su artículo 1.1 establece que quedará sujeta a lo dispuesto en este real decreto toda persona física o jurídica que formule o deba formular una oferta pública de adquisición de acciones de una sociedad cotizada u otros valores que den derecho a su adquisición o suscripción.

Por Oferta Pública de Adquisición, según la CNMV, debemos entender:

[...] Una operación por la que una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio. Aunque suele ser en efectivo, este precio también puede ser en acciones o mixto (dinero y acciones).

En relación con lo anterior, conviene precisar que las sociedades de responsabilidad limitada no podrían ser objeto de una oferta pública de adquisición, así como una sociedad anónima que no sea cotizada, por no encontrarse sus acciones cotizando en un mercado secundario.

Uno de los puntos más importantes que conviene precisar en el presente caso es que, a tenor del artículo 1 de la normativa española sobre OPAS se aplicará cuando la oferta sea realizada sobre una empresa cuyas acciones estén admitidas en parte o totalmente en un mercado secundario español y tengan su domicilio social en España. En este sentido y, dado que la empresa que a nosotros nos atañe en el presente caso (Peyaco S.A.), tiene su domicilio social en España, así como sus acciones cotizando en la bolsa española, nos basta con saber que la legislación aplicable es la estatal y que, por tanto, la resolución de las cuestiones recaerá fundamentalmente sobre legislación española y comunitaria, sobre todo a efectos de derecho de la competencia.

I.2. Procedimiento de OPA

El primer paso que deben seguir todas las sociedades oferentes que se decidan a realizar una OPA es anunciarla. De acuerdo con el artículo 16 del RDOPAS, cuando la oferta es voluntaria -que es, como veremos posteriormente, el caso que nos ocupa- la decisión de realizar una OPA debe anunciarse tan pronto como se haya adoptado.

En todos los casos, el anuncio debe realizarse al mercado en la misma forma que un hecho relevante y, por tanto: (i) debe enviarse a la CNMV simultáneamente a su difusión por cualquier otro medio y tan pronto como sea conocido el hecho o se haya adoptado la decisión, (ii) el contenido de la comunicación debe ser veraz, claro y completo, de manera que no induzca a confusión o engaño, y debe ajustarse al modelo aprobado por la CNMV Circular 8/2008, y (iii) si la entidad es un emisor de valores, debe difundir la información en su página web.

Una vez se ha producido el anuncio por los cauces procedentes, el siguiente paso es el de presentación de la OPA, que se encuentra regulada por el RDOPAS, en sus arts. 17 y 20. La solicitud de autorización de la oferta debe presentarse, en el caso de una oferta voluntaria durante el mes siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta

Junto con este escrito de solicitud se acompaña, en primer lugar, documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la OPA y, en segundo lugar, el folleto explicativo de la oferta y, en el plazo de siete días hábiles, una serie de documentos adicionales, tales como documentos acreditativos del precio de la oferta y otros documentos que exige el art. 20 del RDOPAS.

Respecto a los documentos acreditativos de la OPA, la legislación contempla que la CNMV debe revisar la solicitud de autorización y documentación presentada, declarando su admisión a trámite en un plazo no superior a siete días hábiles desde que se complete la documentación, según el artículo 17 del RDOPAS. La aprobación del folleto por parte de la CNMV determina una garantía, a saber, que el folleto es completo, comprensible y contiene información coherente en los términos de los artículos 24 y 26 LMV Y la *STS de 16 de mayo de 2008 (ECLI:ES: TS: 2008:2396)*. Con posterioridad a esta verificación por parte de la CNMV, debe emitir acuerdo de autorización o denegación de la OPA, en los términos del artículo 21 RDOPAS, esto es, en un plazo de veinte días hábiles a partir de la recepción de la solicitud. La CNMV notifica el acuerdo adoptado al oferente, a la sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas¹ y a la Sociedad de Bolsas², así como a cualesquiera otros organismos o autoridades cuya notificación pudiera considerarse necesaria y difunde dicho acuerdo mediante la publicación en su página web.

Una vez la CNMV ha emitido la autorización pertinente, el oferente debe proceder a dar difusión pública y general de la oferta, en los términos del RDOPAS, art. 22. Así, cuenta con un plazo de cinco días hábiles desde que se le haya notificado la autorización por parte de la CNMV. Se entiende que se ha dado publicidad a la oferta mediante la

¹ Cada una de las bolsas españolas (Madrid, Valencia, Bilbao y Barcelona) cuenta con una Bolsa Rectora que dispone su organización, funcionamiento y demás elementos configuradores de las mismas.

² La Sociedad de Bolsas es una sociedad se regula en el artículo 57 LMV. Según este artículo, la Sociedad de Bolsas es responsable de la gestión del Sistema de Interconexión Bursátil, en el que se agrupan las cuatro Sociedades Rectores de Bolsas.

publicación de un anuncio en el Boletín de Cotización de Bolsas de Valores y, como mínimo, en un periódico de difusión nacional.

Desde el día hábil bursátil siguiente al de la publicación del primero de los anuncios, el oferente ha de poner a disposición de los interesados ejemplares del folleto explicativo de la oferta y de la documentación complementaria del mismo.

Se presume que se ha producido dicha puesta a disposición del público, cuando el folleto y la documentación complementaria se publican a través de periódicos de difusión nacional, en un formato impreso que deberá ponerse a disposición gratuitamente en las Bolsas de Valores o en formato electrónico para su publicación en la página de la CNMV.

Cuando el oferente ya ha dado difusión a su oferta por los cauces legalmente establecidos, comienza a correr el plazo de aceptación para la sociedad afectada, tal y como establece el artículo 23 RDOPAS. Este plazo no puede ser inferior a quince días naturales ni superior a setenta, contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primer anuncio de la oferta por el oferente.

Dado que el supuesto de hecho no menciona nada al respecto, debemos entender que se han seguido los pasos exigidos para la publicación de una OPA, tanto de autorización, como de formulación, publicación, etc.

I.3. Deberes de los administradores en una sociedad cotizada

Los deberes exigibles a los administradores en una sociedad suponen un tema central en materia societaria, en particular en el diseño del buen gobierno corporativo. En particular, analizaremos los tres grandes deberes exigidos a los administradores por la LSC: deber de diligencia, de lealtad y límites de la discrecionalidad empresarial.

I.3.a) El deber de diligencia

El artículo 225 de la LSC establece que *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.*

El sentido principal del deber de diligencia es impedir que los administradores gestionen y administren la sociedad anteponiendo sus intereses personales a los de la sociedad, en otras palabras, no dedicándole todo el tiempo y diligencia que la ocupación del cargo de administrador exige.

Las obligaciones que principalmente se derivan del deber de diligencia son tres: (i) el efectivo ejercicio del cargo, para el que basta que se observe una implicación decidida en el cumplimiento de las funciones, (ii) el deber de vigilancia o supervisión, que exige que los administradores estén al corriente de toda la información con la que cuenta el órgano de administración y (iii) el deber de informarse con suficiencia para la diligente administración de la sociedad.

Por todo esto, podemos aseverar que a la hora de analizar si en el presente caso la conducta de los administradores de Peyaco ha sido diligente o no debemos, en primer lugar, analizar de manera global su grado de implicación en los asuntos de la sociedad, así como si la administración que ha llevado a cabo es la que habría desarrollado un <<ordenado

empresario>>>; concretándose estos supuestos en los deberes de ejercer efectivamente el cargo, el deber de vigilancia o supervisión y el deber de informarse.

I.3.b) La protección de la discrecionalidad empresarial

El artículo 226.1 LSC nos dice que, en aquellas operaciones sujetas a la discrecionalidad empresarial, se considerará que un administrador ha sido diligente si ha actuado conforme a la buena fe y *sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado*.

En este sentido la *SAP de Pontevedra de 24 de enero de 2008 (ECLI: ES: APPO: 2008:173)* expresa que la obligación asumida por los administradores es la de ejercer su cargo y funciones de manera diligente, respetando en todo momento la Ley, los estatutos y el objeto social, no siendo una de sus obligaciones asegurar el éxito económico de la sociedad. Por ello, y ante los numerosos conflictos que se generaban en las sociedades en torno a la discrecionalidad empresarial, se desarrolló en Estados Unidos lo que se conoce como la *Business judgment rule*:

La *Business judgment rule* (es una) doctrina propia del *common law* que consiste en limitar la responsabilidad de los administradores por las decisiones empresariales que toman y que no resultan ser exitosas para la sociedad. Según los juzgados y tribunales norteamericanos, el fracaso empresarial no puede convertirse en una causa para reclamar daños a los administradores de la sociedad, dado que los administradores están sujetos a un riesgo empresarial inherente al ejercicio empresarial. Como máximo podría dar lugar a la destitución del administrador y, como mínimo, a la disminución de su remuneración. Se ha concluido que los jueces no pueden entrar a valorar si una determinada decisión empresarial es acertada o no, sino que únicamente pueden entrar a valorar cómo se ha tomado la decisión (Uría Menéndez, 2015).

Por lo tanto, siempre que un administrador haya actuado de buena fe, diligentemente, y atendiendo correctamente sus funciones al frente de la sociedad, los tribunales no podrán apreciar una infracción de sus deberes, solo porque el resultado no haya sido el esperado.

En el derecho español, la *Business judgment rule* se normativizó tras la reforma del artículo 226 de la LSC por el artículo 14 de la *Ley 31/2014, por la que se modifica la Ley de Sociedades de Capital para la mejora del gobierno corporativo* (en adelante, *Ley 31/2014*). A su vez, se consagró jurisprudencialmente, tal y como demuestra el Fundamento de Derecho Sexto de la *SAP de Madrid, de 13 de septiembre de 2007 (ECLI: ES: APM: 2007:11813)*, en el que se establece que se entenderá cumplido el estándar de diligencia cuando un administrador haya actuado:

[...] habiéndose informado adecuadamente [...] sin hacer dejación alguna de sus obligaciones de gestión, hasta el punto de que el consejo de administración se reunió con frecuencia y se respetaron los cauces y modos de funcionamiento propios de las sociedades mercantiles, informando a los diversos componentes del consejo de administración y sometiendo las principales decisiones a la junta de accionistas, sin que se hubiera producido ocultación alguna a los consejeros y accionistas [...] tras el acopio y análisis de información rigurosa, a la vista de circunstancias que generaban serias dudas sobre la rentabilidad del negocio a acometer, con criterios de racionalidad y encaminado a la protección del interés social.

Por lo tanto, podemos observar que existe un limbo entre la diligencia y discrecionalidad empresarial que es debida por un administrador y la exigencia de asegurar el éxito

económico de una sociedad tomando decisiones en ocasiones arriesgadas. Para reducir al máximo los conflictos y la incertidumbre en esos casos, surge la *Business judgment rule*, medida tendente a asegurar que los administradores no sean sancionados o apercibidos si han cumplido todos los deberes inherentes a su cargo.

I.3.c) El deber de lealtad

Este deber, concretado en los artículos 227 y 228 de la LSC, derivan de la relación fiduciaria³ que mantienen los administradores con la sociedad. El contenido de este derecho se precisa en el artículo 227.1. LSC expresando que los administradores desempeñarán su función *con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad*.

El deber de lealtad, como obligación de carácter imperativo, no puede nunca ser limitado o reducido por los estatutos de una sociedad, en este sentido, y dado que la lealtad se basa en considerar la conducta de los administradores siempre en interés de la sociedad, resulta comprensible que recaiga sobre la junta general de accionistas la potestad de aprobar la gestión de los administradores, pudiendo cesarles o, incluso reclamarles responsabilidad, si consideran que su gestión ha atentado contra los intereses de la sociedad.

Inherentes al deber de lealtad se desprenden una serie de deberes recogidos en el artículo 228 LSC, entre los que destaca, la letra e) del mencionado artículo relacionado con el deber de evitar conflictos de interés. El artículo 229 LSC realiza una descripción extensiva de todos los supuestos que los administradores deben evitar para no concurrir en un conflicto de interés; en este sentido deben, por ejemplo, evitar aprovecharse de oportunidades de negocio de la sociedad. En caso de que un administrador concurren en un conflicto está obligado a comunicarlo a los demás administradores, al consejo o a la junta, si se trata de un administrador único, en los términos del mismo artículo 229 LSC.

Todas estas situaciones mencionadas en el artículo 229 alcanzan a las personas vinculadas al administrador. Por *persona vinculada* entendemos cualquiera de las enumeradas en el artículo 231 LSC.

En definitiva, si un administrador incurre en la infracción de alguno de los deberes contenidos en el artículo 228 y, por extensión, del artículo 229, podríamos entender que se ha producido una infracción de su deber fiduciario de lealtad y, por tanto, incurre en una responsabilidad con la sociedad que será objeto de análisis posteriormente.

I.4. Deberes exigibles a los administradores en una Oferta Pública de Adquisición

Una vez analizados los deberes propios de los administradores dentro de la sociedad, debemos proceder a analizar cuáles son esas obligaciones que -derivando de los deberes generales- surgen en el proceso de una OPA.

La primera obligación que surge para la sociedad afectada por una OPA que ha sido previamente publicada es la de realizar un informe detallado sobre la OPA, haciendo

³ Por *relación fiduciaria* nos referimos a que la relación que deriva del cargo de administrador supone la existencia de unos deberes concretos para con la sociedad, de tal naturaleza que está obligado a actuar de buena fe, promoviendo el interés de la sociedad en todas sus actuaciones como administrador.

hincapié en las observaciones a favor o en contra de las mismas, así como una manifestación de acuerdo previo entre ambas sociedades, debiendo los administradores expresar su opinión sobre la oferta y su intención de acudir personalmente a la oferta o no. La intención de este informe no es otra que permitir a los eventuales aceptantes -los accionistas- contar con toda la información posible acerca de la oferta, en los términos del artículo 24 RDOPAS.

El informe deberá ser publicado en cualquiera de las formas previstas en el artículo 22.1⁴, por la propia sociedad, en el plazo máximo de diez días naturales a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta. Asimismo, en el mismo plazo deberá remitirse a la CNMV para que lo incorpore al expediente de la oferta pública, y a la representación de los trabajadores de la sociedad afectada.

Además, *ex* artículo 25 del RDOPAS, tan pronto como se haya hecho pública una OPA, los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada y del oferente deben informar a los representantes de sus respectivos trabajadores o, en su defecto, a los propios trabajadores; así como remitir un folleto de la oferta a los mismos cuando esté disponible.

Por otro lado, el segundo de los deberes en que se concreta la actuación de los administradores en caso de que se produzca una OPA, es el deber de pasividad, que se concreta, *ex* artículo 28 del RDOPAS en la obligación del órgano de administración de la sociedad afectada, o de cualquier órgano semejante deberán obtener la autorización previa de la junta general de accionistas 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. No interesa ahora centrarse en el desarrollo de este deber, dado que será objeto de análisis cuando tratemos las medidas defensivas ante una OPA, pero sí conviene conocer que los administradores no pueden, de manera arbitraria y sin aprobación de la junta general, realizar cualquier tipo de actuación tendente a evitar el éxito de la OPA.

I.5. Conclusiones

En primer lugar, debemos precisar que desde un primer momento en el supuesto de hecho se da por hecho que la aprobación de los administradores es necesaria para su aprobación. En este sentido, entender que la no comunicación por parte de los administradores supone el fracaso de la oferta resulta erróneo, porque, como ya hemos dicho anteriormente, una de las características diferenciadoras de la toma de control mediante la compra de acciones frente a las operaciones de integración como fusiones, escisión de activos, etc. es, precisamente, eludir lo máximo posible la intervención del órgano de administración; recayendo la decisión, en última instancia, sobre los accionistas.

Por lo tanto, cuando el texto nos habla de que el órgano de administración *rechaza* la oferta o *decide no comunicarla*, debemos observar que son dos errores de interpretación en el supuesto de hecho; ya que, en primer lugar, el órgano de administración ni rechaza

⁴ El artículo 22.1. exige que la publicación se realice en el «Boletín de Cotización» de las Bolsas de Valores donde los valores afectados estén admitidos a negociación y en todas ellas si están integrados en el Sistema de Interconexión Bursátil Español, y, como mínimo, en un periódico de difusión nacional.

ni aprueba, solamente emite un informe para el mejor conocimiento de la oferta por parte de los accionistas y, en segundo lugar, para un correcto entendimiento del texto, debemos interpretar que si la OPA de HighCommander no prospera es, en definitiva, porque los accionistas deciden no vender sus activos y no, como se desprende del tenor literal del texto, porque los administradores no lo aprueben.

Dicho esto, y centrándonos ahora sí, en la cuestión número uno, observamos que, en virtud del RDOPAS nos encontramos ante un supuesto de OPA que se regirá por la legislación española, como ya hemos dicho, por tener sus acciones cotizando en territorio español.

Por ello y, con la vista puesta en los deberes de los administradores exigidos por la LSC, observamos que, en el presente caso, no puede entenderse que los administradores hayan incumplido sus deberes por *no haber comunicado la oferta a los accionistas*, toda vez que estas ofertas resultan públicas desde su formulación. En este sentido, cualquier accionista que quisiera obtener la información de la oferta que pretende tomar el control de la sociedad, no tendría más que dirigirse a la CNMV o al domicilio de la empresa oferente para obtener el folleto de la OPA.

Es por ello por lo que, en virtud de lo expuesto debemos concluir que los accionistas deben realizar un seguimiento de las operaciones que afectan a sus valores, no pudiendo esperar para conocer la oferta que nos ocupa a que los administradores lo comuniquen.

Sin embargo y, por último, esto no implica que la conducta de los administradores haya sido la correcta porque, aunque es cierto que no tengan un deber legal de comunicación, sí tienen un deber legal de realizar un informe sobre la oferta para la decisión de los accionistas.

En caso de que los administradores hubieran realizado el informe preceptivo, no habrían incumplido ningún tipo de deber fiduciario, siendo su conducta la que la norma exige en caso de OPA. Sin embargo, si la realidad hubiera sido que los administradores no confeccionaron el preceptivo informe, sino que simplemente decidieron no atender la oferta, nos encontraríamos ante una infracción del deber de diligencia *ex. artículo 225 LSC* que conllevaría unas responsabilidades de los administradores que serán analizadas posteriormente.

II. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN Y DEBERES EXIGIBLES EN EL REINO UNIDO

Para responder con exactitud a las cuestiones planteadas en el texto debemos, ahora, centrarnos en cuál sería la respuesta a la misma pregunta del epígrafe anterior desde la perspectiva del derecho inglés, para así conocer cuál sería la responsabilidad de los administradores de Peyaco en caso de que la empresa cotizara en el mercado anglosajón.

II.1. Takeovers in the UK: definición, regulación y procedimiento

Centrándonos ahora en la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en el Reino Unido, observamos que las OPAS en el país inglés están reguladas por diferentes autoridades entre las que destaca *The Panel on Takeovers and Mergers* (en adelante, *the*

Panel)⁵, institución que regula las OPAS de aquellas compañías sujetas al *City Code* (en adelante, el Código sobre OPAS), código establecido tras la promulgación de la Directiva para regular las fusiones y las OPAS. Otro organismo encargado de la regulación de las OPAS sería, por ejemplo, *the Competition and Markets Authority (the CMA)*, responsable, entre otras cosas, de investigar operaciones de integración empresarial que puedan suponer riesgos en materia de competencia.

Según el Código sobre OPAS, una oferta en el Reino Unido debe estar abierta al menos veintiún días desde la fecha de publicación del documento. Esta publicación debe ser hecha por el oferente al órgano de administración de la empresa opada, siendo voluntaria la notificación al *Competition and Markets Authority* -equivalente a nuestra CNMV-. Como vemos, esta es una de las grandes diferencias de la legislación inglesa con respecto a la española. Mientras que, en nuestro país, la notificación a la CNMV resulta obligatoria desde un primer momento, en el Reino Unido el aviso a las autoridades resulta voluntario, siendo lo relevante el aviso al órgano administración de la empresa afectada.

Una vez se ha producido el aviso al órgano de administración de la sociedad afectada, el oferente está obligado a realizar un anuncio sobre la oferta, en los términos de la regla 2 del Código sobre OPAS, teniendo este que ser efectuado a través del *Regulatory information service (RIS)*⁶. Posteriormente, el oferente debe enviar el documento de la oferta a los accionistas de la *target company*, en un plazo de 28 días desde el anuncio firme de la oferta. Estos documentos, tal y como establece la regla 19 del Código sobre OPAS, debe estar preparada con el más alto estándar de precisión, siendo el lenguaje usado claro y conciso; debiendo la información estar adecuada y fielmente presentada.

II.2. Directors' duties in the UK: generales y en OPAS

Según el icónico caso anglosajón *Bristol and West Building Society v Mothew [1998]*, la naturaleza de la posición de los administradores es *fiduciaria*, lo que significa que hay una relación de confianza entre los administradores y los accionistas.

En conexión con ese rol fiduciario, los administradores tienen una serie de deberes con la sociedad. Desde la promulgación de la *Companies Act 2006* (en adelante, CA 2006), los deberes de los administradores en el Reino Unido se encuentran codificados, concretamente en las *sections* 171 a 177.

II.2.a) Deber de actuar atendiendo al objeto social de la sociedad y a los poderes conferidos (s 171).

Este deber deriva del principio de actuar de buena fe, siempre observando los intereses de la sociedad y para un objetivo adecuado, como se afirma en *Re Smith and Fawcett Ltd [1942] Ch 304*. En este sentido, si un administrador utiliza sus poderes para un objetivo que se encuentra fuera de los poderes de actuación conferidos, el acto es nulo, como se dijo en *Spackman v Evans (1868) LR 3 HL 171*.

⁵ *The Panel* es un organismo independiente cuyas funciones principales son emitir y administrar el Código sobre adquisiciones y fusiones, así como supervisarlas y regularlas Su objetivo central es garantizar un trato justo para todos los accionistas en las ofertas de adquisición.

⁶ El RIS es un servicio de emisión de información regulada, cuyo objetivo es publicar documentos o información relativa a valores que cotizan en la bolsa inglesa.

II.2.b) Deber de promover el beneficio de la compañía (s 172)

Este deber también se encuentra ligado al principio de actuación de buena fe en interés de la compañía; como se mantiene en *J J Harrison (Properties) Ltd v Harrison* [2001] EWCA Civ 1295. Este deber, según la *section* 172 de la CA 2006, debe ejercerse para el beneficio de los miembros entendidos como un todo, no para el beneficio de una serie de miembros en concreto.

II.2.c) Deber de ejercer un juicio independiente (s 173)

Este deber refleja el principio de que es legítimo que un administrador entre en una operación económica o firme un contrato en cierto sentido si, en el momento de cerrar el acuerdo, él consideró de buena fe que era en interés de la sociedad (*Fulham Football Club v Cabra Estates plc* [1994] 1 BCLC 363).

II.2.d) Deber de diligencia (s 174)

Este deber, que se estructura de manera muy similar al deber de diligencia español, supone entender que los administradores tienen un derecho continuado de adquirir y mantener el suficiente conocimiento y entendimiento de los asuntos de la compañía para permitirles ejercer correctamente sus deberes, como *Jonathan Parker J* sostuvo en *Re Barings plc (No 5)* [2000] 1 BCLC 523.

En este sentido, está claro que los administradores no tienen la obligación de asumir ninguna parte en concreto del desarrollo o gestión de la compañía, así como de que su posición varía dependiendo del tamaño y el tipo de negocio de la sociedad. Sin embargo, un administrador no puede limitar su posición hasta el extremo de no realizar ni la más mínima contribución a su responsabilidad de supervisar y controlar los asuntos de la sociedad, ateniendo a lo dicho en *Re Brian D Pierson (Contractors) Ltd* [1999] BCC 26.

II.2.e) Deber de evitar conflictos de interés (s 175)

Este deber, nuevamente se encuentra regulado también en nuestra LSC, como un subtipo del deber de lealtad. En el derecho anglosajón, los caracteres de este deber se amplían hasta el punto de decir que la responsabilidad de los administradores se aplica indiferentemente si la sociedad puede beneficiarse de una propiedad en concreto, oportunidad o información; lo único relevante para que se observe un incumplimiento de este deber es que el administrador se haya beneficiado de una situación de conflicto, como se sostiene en *Regal (Hastings) Ltd v Gulliver* [1942] UKHL 1.

Una de las grandes particularidades que contiene la CA 2006 es que ahora los administradores -entiéndase que únicamente los no afectados por el conflicto de interés- podrán autorizar un conflicto de interés y que un administrador se beneficie de él.

II.2.f) Deber de no aceptar beneficios de terceros (s 176)

Este deber se basa en la regla de que una persona que cesa en su posición de administrador, continúa sujeto al deber de no aceptar beneficios de terceros por actos hechos u omitidos por él antes de cesar en su posición de administrador⁷, casos

⁷ Véase s 170(2)(b)) de la CA 2006

ejemplificativos de esto son *Aberdeen Rly Co v Blaikie Bros (1854) UKHL 1* y *Premier Waste Management Ltd v Towers [2012] 1 BCLC 67*.

II.2.g) Deber de declarar el interés propio en transacciones o acuerdos de la compañía (s 177)

Este deber fiduciario, recogido en la *section 177* de la CA 2006, trata acerca de conflictos de interés en operaciones o acuerdos propuestos por o para la sociedad. Administradores con intereses, directos o indirectos, en este tipo de operaciones deberán declarar la naturaleza de su interés a los otros administradores, en los términos de *Bentinck v Fenn (1887) 12 App Cas 652*.

II.3. Conclusiones

Atendiendo a la legislación británica, podemos concluir que las consecuencias serían las mismas que observamos para la legislación española. En ningún caso el país inglés exige a los administradores la comunicación de la OPA a los accionistas; lo único que les exige es la confección de un informe valorando los términos de la oferta. En este sentido, de nuevo, hay que precisar que, si el texto se entiende como que han realizado el mencionado informe, los administradores no tendrían ningún tipo de responsabilidad; sin embargo, si entendiéramos que no lo han realizado, afrontarían una responsabilidad por infringir su deber de diligencia con la sociedad.

III. TIPOS DE OPAS Y ACCIONES CONCERTADAS

El segundo de los aspectos a analizar se centra en el estudio de las clases de OPAS que nos podemos encontrar actualmente en el mercado de valores. Conocer qué tipos de ofertas prevé la legislación actualmente nos permitirá saber si, en el caso que nos ocupa, EnergyMotors debió realizar una Oferta Pública de Adquisición sobre Peyaco tras la obtención de una participación del 20% o no, así como saber si es lícita la compraventa de acciones por parte de EnergyMotors para, posteriormente, vendérselas a su matriz.

III.1. Tipos de Ofertas Públicas de Adquisición

En contraposición al sistema clásico de opa *a priori* y parcial, el nuevo régimen jurídico de las OPAS -recogido en el RDOPAS-, se basa en un sistema de OPA *a posteriori* y obligatoria, tal y como puede desprenderse del artículo 3 del RDOPAS: *Quedarán obligado a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de los valores y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada*. En este sentido, debe entenderse que la referencia a la totalidad nos hace entender que no puede existir una oferta por menos del 100% del valor de las acciones cuando esta es obligatoria. A su vez, la referencia a *quien alcance el control* nos pone sobre la pista de que solo cuando se alcanza este control surge la obligación de efectuar la oferta pública de adquisición, y no previamente.

Entrando ya a analizar las principales características de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores Mobiliarios establecidas por el nuevo RDOPAS, debemos tener en cuenta varios aspectos de estas.

En primer lugar, el momento en el que se realiza la OPA. Se instaura un sistema de OPA *a posteriori*. En la nueva regulación, la obligación de lanzar una OPA surge, a tenor literal

del artículo 3 del RDOPAS, para quienes *alcance(n) el control de una sociedad cotizada*. En este sentido, se entenderá adquirido el control cuando una persona ostente, directa o indirectamente, el 30% del capital de una sociedad.

No obstante, nada impide que se lance una OPA *a priori*, lo que se conoce como OPA voluntaria, contando con un régimen mucho más flexible y sin estar sujeta, como veremos, al precio equitativo.

En segundo lugar, el precio de la oferta. Se introduce el concepto de *precio equitativo*, por lo que quien deba lanzar una OPA obligatoria tendrá que formularla, como mínimo, al precio equitativo, tal y como dice el artículo 3 del RDOPAS. Será la CNMV quien determine el precio equitativo, basándose en criterios objetivos, a tenor de la *STS de 10 de julio de 2015 (ECLI:ES: TS: 2015:3052)*.

Finalmente, en nuestro país el artículo 9 RDOPAS ha establecido que el precio equitativo no podrá *ser inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hubieran pagado o acordado por los mismos valores durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta*.

Por último, el alcance de la oferta. La nueva regulación elimina las ofertas parciales cuando surge la obligación de realizar una OPA obligatoria, por lo que, cuando surja la obligación legal por alcanzar el umbral del 30%, la OPA deberá dirigirse a todos los valores de la sociedad, tal y como expresa el artículo 3 RDOPAS.

En conclusión, encontramos dos grandes tipos de Ofertas Públicas de Adquisición de Valores Mobiliarios en la legislación española: obligatorias y voluntarias

III.1.a) Ofertas Públicas de Adquisición obligatorias

Dentro de las Ofertas Públicas obligatorias se distingue entre (i) las ofertas cuando se alcanza el control, (ii) las ofertas por exclusión⁸ y (iii) las ofertas públicas de adquisición por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias.

Las OPAS obligatorias más habituales son aquellas que se producen por alcanzar el control de una sociedad cotizada, entendiendo control como aquella situación en la que una persona o entidad logra directa o indirectamente, y a tenor del artículo 4 RDOPAS: (i) un porcentaje de derechos de voto igual o superior al 30%⁹; o (ii) cualquier participación inferior al 30% de los derechos de voto, pero designa en los veinticuatro meses siguientes a la fecha de la adquisición un número de consejeros que, unidos a los que en su caso ya hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad¹⁰.

En otro sentido, y como ya hemos dicho, en las ofertas obligatorias debe mantenerse el precio equitativo en los términos explicados anteriormente.

Un caso de OPA obligatoria en nuestro país sería la realizada por Gas Natural para adquirir Unión Fenosa, autorizada por la CNMV en el año 2009. La oferta se extendía de

⁸ En este sentido, cuando una sociedad acuerda la exclusión de negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales españoles debe promover una OPA, véase RDOPAS, art. 10.

⁹ Ver artículo 5 RDOPAS para régimen de cómputo de los derechos de voto.

¹⁰ Ver artículo 6 RDOPAS para designación de consejeros.

manera efectiva a la adquisición de unos 456,823 millones de acciones, representativas del 49,98% de la eléctrica -debido a que el restante 50,02% ya obraba en poder de Gas Natural-, por un precio de 18,05 euros por acción.

III.1.b) Ofertas Públicas de adquisición voluntarias

Serán ofertas voluntarias todas aquellas ofertas que no sean obligatorias o, en otras palabras, todas las que sean efectuadas por una persona, física o jurídica, que no ostente una posición de control en la sociedad objetivo. A estos efectos conviene precisar que si una OPA voluntaria triunfara hasta conseguir para el oferente una posición de control en la sociedad opada (el 30%), esta oferta se volvería obligatoria.

En lo respectivo a las reglas que rigen las OPAS voluntarias, podemos aseverar que son las mismas que rigen las ofertas obligatorias, con las especialidades del artículo 13 RDOPAS, siendo las más importantes: (i) las OPAS voluntarias pueden sujetarse a condiciones¹¹, (ii) las OPAS voluntarias pueden formularse a cualquier precio, sin que sea necesario lanzarlas al menos al precio equitativo y (iii) pueden formularse por un número de valores inferior al 100%.

Habiendo analizado los presupuestos legales necesarios para considerar una oferta pública como voluntaria, nos encontramos en posición de aseverar que las OPAS que nos ocupan en el presente caso se encuadran dentro de la regulación de las OPAS voluntarias. En la primera de las ofertas efectuadas por HighCommander, la oferta de adquisición se hace sin que la sociedad oferente esté una posición de control en la sociedad afectada (Peyaco S.A.). Consecuentemente y dado que no ostenta ese 30% ni el poder de designación de consejeros exigido reglamentariamente, la OPA en ningún caso puede considerarse como obligatoria.

A mayores, en la segunda oferta efectuada por la misma sociedad, tampoco se ostenta ese poder de control exigido para que la oferta sea denominada obligatoria, ni de manera individual ni conjuntamente con EnergyMotors, como veremos posteriormente. Por tanto, nuevamente, esta oferta debe ser calificada como voluntaria.

Por último, la OPA competidora lanzada por EnergySoluciones S.A. en respuesta a las sucesivas acometidas de HighCommander, debe también considerarse voluntaria, dado que en ningún momento se asegura que EnergySoluciones ostente una posición de control en Peyaco.

Por lo tanto y para sucesivos análisis, debemos tener en cuenta que la legislación aplicable a nuestro caso concreto será la relativa a ofertas voluntarias, por no cumplirse los presupuestos legales para considerar esta oferta como obligatoria.

Un ejemplo de Oferta Pública de Adquisición voluntaria sería la OPA de Orange sobre Jazztel del año 2015, en la que Orange consiguió el 100% de Jazztel tras conseguir un 94,75% del capital.

¹¹ Si bien, a tenor del artículo 13.2 del RDOPAS, solo se permiten las siguientes condiciones y siempre y cuando su cumplimiento o incumplimiento pueda ser objeto de verificación al finalizar el plazo de aceptación de la oferta.

III.2. Acciones concertadas y compraventa de acciones

En nuestro ordenamiento, la figura de la actuación concertada como elemento desencadenante de la obligación de formular una OPA se encuentra regulada en los artículos 3.3. y 5.1.a) del RDOPAS, entre otros. A estos efectos, el artículo 3 hace referencia a la obligación de formular una oferta para aquella persona que ostente la mayor participación de entre un grupo. Para entender quién tiene la mayor participación, el artículo 5 RDOPAS nos dice:

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

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

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

En este sentido, la LMV, nos remite al artículo 42 del *Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio* (en adelante, CCom.) para saber qué debemos entender por grupo de sociedades: *Existe un grupo cuando una sociedad ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de otra u otras*. Dado que entendemos que HighCommander ostenta el control de EnergyMotors, a tenor literal del texto, podemos entender que existe un grupo de sociedades y, por tanto, una acción concertada cuando EnergyMotors realiza la compra de las acciones de Peyaco para, posteriormente, vendérselas a HighCommander.

En conexión con lo anterior, podemos ver que el término de actuación concertada es un concepto jurídico indeterminado, *del que puede inferirse su significado por su inclusión expresa en las reglas de cómputo de la participación significativa y de las reglas específicas en materia de OPAS (García de Entrerría, 2002)*. Y cuyo objetivo principal es evitar actuaciones abusivas e irregulares por parte de sociedades que, a través de la compra concertada de acciones tratan de sortear el umbral para no verse obligados a formular una OPA

Por otro lado, otro de los aspectos a tener en cuenta es que, según el artículo 39 del RDOPAS, si una Oferta Pública de Adquisición fracasa, según el artículo 39 RDOPAS no podrá efectuarse otra hasta transcurridos 6 meses *contados a partir de la fecha de publicación del resultado en que quedó sin efecto la oferta, ni adquirir valores o alcanzar alguno de los supuestos que determina la obligación de presentar una oferta pública previstos en este real decreto*.

Por lo tanto y, dado que, en el presente caso, la oferta de HighCommander fracasa, el requisito que sí deberían cumplir para poder presentar una segunda oferta es que transcurran, al menos, 6 meses desde la formulación de la primera. En este sentido y, dado que nuevamente el texto nada nos dice al respecto, debemos entender que este lapso temporal entre ofertas se ha cumplido porque, de no ser así, la segunda oferta de HighCommander no sería válida desde el inicio y la compra de activos por parte de EnergyMotors, a tenor del artículo 39, tampoco.

III.3. Conclusiones

Por lo tanto, podemos concluir que en el momento en que la sociedad EnergyMotors adquiere el 20% de la sociedad Peyaco no se encuentra legalmente obligada a formular una Oferta Pública de Adquisición, dado que el umbral exigido legalmente para tener que formularla se sitúa en el 30% del capital social con derecho a voto o con capacidad para designar consejeros; por lo tanto, la posterior oferta realizada por HighCommander se encuadra dentro de las conocidas como *voluntarias*.

En segundo lugar, a la pregunta de si la compra de acciones por parte de EnergyMotors con el objetivo de vendérselas a HighCommander es admisible, vemos que lo que aquí se produce es una actuación concertada entre ambas sociedades, a tenor del RDOPAS y la LMV; consentida y válida en términos legales en nuestro ordenamiento jurídico. Así pues, lo que aquí tenemos es una simple compraventa de acciones entre, Peyaco y EnergyMotors para una posterior compraventa de acciones entre la filial de HighCommander y la matriz, con el objetivo de que el precio aumente de tal manera que los accionistas reconsideren su decisión frente a la oferta y decidan vender, o con el objetivo de que HighCommander eluda el umbral por el que se obliga a formular una OPA.

Como decíamos, dado que esta práctica está totalmente aceptada por la CNMV y que, precisamente, se crea para evitar situaciones de adquisición de una posición de control evitando la formulación de una OPA, debemos entender que la venta de acciones entre estas sociedades es válida y que, solo en el caso de que HighCommander hubiera adquirido, o adquiriera posteriormente el 10% restante hasta alcanzar el umbral requerido legalmente (30%) estaría EnergyMotors obligada a formular una OPA -por ser la sociedad con mayores participaciones de las que actúan concertadamente-; siempre y cuando hubieran respetado el lapso de 6 meses exigido.

IV. TIPOS DE OPAS Y ACCIONES CONCERTADAS EN EL REINO UNIDO

IV.1. Tipos de OPAS

Por su parte, en el Reino Unido se ha configurado un sistema muy similar al existente en España para las OPAS, en este sentido, de acuerdo con el Código sobre OPAS, las ofertas se considerarán obligatorias si una persona física o jurídica ostenta, al menos, el 30% de los derechos de voto en una sociedad o si estuviera interesado en acciones que le conferirían el 30% de los derechos de voto o más, pero nunca sin llegar al 50% de los derechos de voto de la sociedad.

Por lo tanto, y, a *sensu contrario*, todas las ofertas que no sean obligatorias serán voluntarias, pudiendo alcanzar menos del 100% del capital social con derecho a voto, en términos idénticos a lo que sucede con las ofertas voluntarias en España. Este es, como ya hemos dicho, el tipo de oferta que concurre en nuestro supuesto, por no ostentar HighCommander -ni las sociedades que operan conjuntamente con ella- el 30% del capital social de Peyaco.

IV.2. Acciones concertadas y compraventa de acciones en el Reino Unido

En el Reino Unido, la figura de la actuación concertada o *acting in concert* surgió como reacción frente a determinadas técnicas de adquisición de valores que respondían al propósito dominante de obtener una participación de control de una sociedad eludiendo la formulación de una OPA. Se verificaban en la práctica numerosos supuestos en que varias personas actuaban de acuerdo y bajo el propósito de adquirir acciones por separado con la intención de situarse por debajo de dicho umbral pero que sumadas conformaban una participación significativa (técnica denominada *warehousing*). Para evitarlo, se introdujo la figura de la actuación concertada en la *section C1* del Código sobre OPAS en los siguientes términos: *las personas que actúan concertadamente incluyen a las personas que, de conformidad con un acuerdo o entendimiento, cooperan activamente, mediante la adquisición por cualquiera de ellas de acciones de una sociedad, para obtener o consolidar el control (...) de dicha sociedad.*

Esas personas que actúan concertadamente pueden ser: (i) una compañía, sus filiales y asociadas, así como empresas del grupo, (ii) actuación conjunta de una compañía con la compañía de uno de los administradores, (iii) actuación conjunta de una persona con sus familiares, parientes o similares, así como otras similares¹² (Slaughter and May, 2018).

Por lo tanto y, en atención a estas reglas, está claro que la actuación concertada se configura en el modelo británico como una figura idéntica a la contenida en el RDOPAS, que trata de evitar la elusión por parte de accionistas del umbral legalmente exigido para no tener la obligación formal de formular una OPA.

IV.3. Conclusiones

Dado que la legislación británica coincide en su totalidad con la española, las conclusiones deben ser las mismas a las que llegamos desde el punto de vista del ordenamiento español; esto es, si la OPA se produjera bajo el ámbito de aplicación de la legislación británica, EnergyMotors no estaría obligada a formular una OPA hasta que alcanzara, individual o conjuntamente, el 30% del capital con derecho a voto de Peyaco. Dicho esto, la actuación coordinada con HighCommander es totalmente válida en términos legales, ya que el Código sobre OPAS prevé este tipo de situaciones. Solo en el caso en que HighCommander hubiera adquirido o adquiriera posteriormente el 10% restante se entendería que existe la obligación legal de formular una OPA, -siempre con el plazo de 6 meses que se prevé si la primera oferta ejecutada fracasa-.

V. RESPONSABILIDAD EXIGIBLE A LOS ADMINISTRADORES POR INCUMPLIMIENTO DE SUS DEBERES

En el momento en el que HighCommander lanza la segunda de sus ofertas con la actuación concertada de EnergyMotors, los administradores pactan que, en caso de que la OPA se aceptara, recibirían una prima del 5% de la OPA, razón por la que recomiendan favorablemente aceptar la oferta. A la luz de los deberes anteriormente explicados, conviene ahora analizar si ese acuerdo al que llegan los administradores de Peyaco con HighCommander resulta en los administradores teniendo algún tipo de responsabilidad por incumplimiento fiduciario o, si, por el contrario, podemos encajar esa operación como una práctica societaria aceptable desde el punto de vista de los deberes de los administradores.

¹² Ver *section 9* del Código sobre OPAS

V.1. Responsabilidad y consecuencias en España

A tenor del artículo 236 LSC, los *administradores responderán [...] del daño que causen por actos u omisiones contrarios a la ley o a los estatutos o por los realizados incumpliendo los deberes inherentes al desempeño del cargo, siempre y cuando haya intervenido dolo o culpa.*

La manera que tiene la sociedad de hacer que los administradores respondan por su conducta la encontramos en el artículo 238, que nos habla de la acción social de responsabilidad. Los sujetos legitimados para el ejercicio de la acción social son (i) la sociedad previo acuerdo de la junta general por mayoría ordinaria¹³, (ii) el socio o socios que posean individual o conjuntamente una participación que les permita solicitar la convocatoria de la junta general -al menos el 5% del capital social- en caso de que los administradores no convocasen la junta general en la que se trataría la interposición de una acción social de responsabilidad¹⁴ y (iii) los acreedores de la sociedad, siempre que la sociedad no la haya ejercitado y cuando el patrimonio social resulte insuficiente para la satisfacción de sus créditos.

La finalidad de la acción social es recobrar el patrimonio o el interés social lesionado por el administrador. Por lo tanto, se busca que el administrador indemnice o compense económicamente a la sociedad -y no directamente a los accionistas-, siendo indiferente que el daño hubiera sido patrimonial o no.

Además de la acción social de responsabilidad, el artículo 241 LSC prevé que los socios y terceros (tales como acreedores) puedan interponer una acción individual de responsabilidad por todos aquellos actos que lesionen directamente los intereses de aquellos, en donde sí obtendrían una indemnización personal por un daño causado a su persona o bienes por parte del administrador.

Por otra parte, otro delito relacionado con la mala gestión de los administradores en la sociedad lo encontramos en el artículo 252 de la *Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal* (en adelante, CP), que regula la administración desleal. Según este artículo:

Serán punibles con las penas del artículo 249 o, en su caso, con las del artículo 250, los que, teniendo facultades para administrar un patrimonio ajeno, emanadas de la ley, encomendadas por la autoridad o asumidas mediante un negocio jurídico, las infrinjan excediéndose en el ejercicio de estas y, de esa manera, causen un perjuicio al patrimonio administrado.

En nuestro caso y, dado que excede de los 50.000 euros en los términos del artículo 250.5º del CP, el delito podría ser castigado con una pena de *uno a seis años y multa de seis a doce meses.*

V.2. Responsabilidad y consecuencias en el Reino Unido

En el Reino Unido, las sanciones aplicables por la infracción de uno de los siete deberes generales es la misma que encontramos por la eventual infracción de la *common law rule* que llevan asociada. En concreto, las acciones que encontramos son: (i) algún tipo de obligación concreta –tales como devolver los bienes de los que se hubiera apropiado el administrador- o algún tipo de declaración -como una declaración de culpabilidad (este

¹³ Ver artículo 238.1 LSC.

¹⁴ Ver artículo 239.1 LSC.

remedio se encuentra disponible para los siete derechos generales); (ii) indemnización por daños y perjuicios si la sociedad sufrió alguna pérdida [disponible para una infracción de las *sections* 171 a 174]; (iii) devolución de beneficios [disponible para las *sections* 175 y 176] y, por último, (iv) una rescisión del contrato como administrador de la sociedad [disponible por infracción de la *section* 177] (Mayson, French & Ryan, 2017).

Además, los administradores que infrinjan sus deberes fiduciarios pueden afrontar una potencial responsabilidad personal, según el *Disqualification Act 1986* (en adelante, DA 1986). Si fuera responsable personalmente, no podría actuar como administrador en un plazo de 2 a 15 años, ni tampoco formar parte en la promoción, formación o dirección de la compañía y, consecuentemente, podría afrontar responsabilidad penal si actuara como administrador durante el período de descualificación, siendo personalmente responsable de las deudas en que incurra la compañía durante ese período.

Todo esto sin olvidar que los administradores podrían tener una responsabilidad penal en los términos del *Bribery Act 2010* (en adelante, BA 2010), tanto los de Peyaco (por ser sobornados) como los de HighCommander (por sobornar).

V.3. Conclusiones

Lo primero que debemos recordar es que los administradores no tienen poder para aprobar o denegar una Oferta Pública de Adquisición, simplemente tienen la obligación legal de realizar un informe, por lo que, en todo caso, la única manera que tendrían de incentivar a los accionistas a vender es a través de un informe equívoco o con precisiones falsas acerca de la oferta, cosa que, como podremos ver, resulta bastante complicada de realizar, dado que el folleto de la OPA es público y existe una supervisión por parte del Estado, la opinión pública y, en última instancia la CNMV que impide que los administradores puedan falsear información de manera sencilla.

Por un lado y, en caso de que los administradores hubieran falseado el informe pero la OPA no se hubiera producido, nos encontraríamos, en primer lugar, con una infracción del deber de diligencia, dado que el órgano de administración tiene la obligación legal de cumplir con sus obligaciones con la diligencia de un buen empresario, no siendo así en este caso. Además, observamos también una infracción del deber de lealtad, dado que acordar a espaldas de la sociedad una prima en caso de que los accionistas acepten una oferta y, posteriormente, introducir datos erróneos, puede verse como una clara mala fe y un acto que en nada beneficia al interés de la sociedad. Y, por último, también podemos ver que se produce una infracción del 228.d) por no ejercer su función con independencia y libertad de criterio.

Por otra parte, y como hemos mencionado, los administradores podrían tener una eventual responsabilidad penal en los términos del artículo 252 CP. El delito, en este caso, sería de administración desleal en grado de tentativa, dado que la OPA no se llega a producir.

Por lo tanto y, teniendo en cuenta lo anterior, en caso de que la OPA no se hubiera producido y se desvelara este pacto, la sociedad podría interponer una acción social de responsabilidad contra el administrador para exigir su relevo en el cargo de administrador, así como *indemnizar el daño causado al patrimonio social, sino también la de devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador*, en los términos del artículo 227.2 LSC.

Por otro lado, en el caso de que la oferta sí hubiera prosperado y los administradores hubieran, además de falseado el informe, recibido la prima, nos encontraríamos, además de ante una infracción del deber de diligencia en los términos antes explicados, ante una

clara infracción del deber de lealtad en los términos del artículo 228. d) y e) LSC, que obliga a los administradores a, en primer lugar, ejercer su función con libertad de criterio e independencia¹⁵ y, en segundo lugar, a no incurrir en conflictos de interés. En nuestro caso, el conflicto de intereses se produciría en los términos del artículo 229.d), que impide a los administradores *aprovecharse de las oportunidades de negocio de la sociedad*. En este sentido, los administradores serían encontrados culpables por aprovecharse de una operación de la sociedad (acordando recibir el 5% de la OPA).

Además, concurriría un delito de administración desleal en los términos del artículo 252 CP señalados anteriormente, esta vez consumado, no en grado de tentativa.

Sin embargo, la diferencia que observamos con el anterior supuesto es que en el caso de que la oferta hubiera prosperado, si HighCommander se hubiera hecho con el 100% de las acciones de Peyaco, no procedería interponer una acción social de responsabilidad. Esto deviene del hecho de que la mencionada responsabilidad debería ser impuesta por nuevos accionistas que serían, en nuestro caso, los mismos que han concertado la operación con los antiguos administradores, y, como resulta obvio, ellos no estarían interesados en destapar la información. Por eso, la acción social de responsabilidad solo procederá en caso de que HighCommander no adquiera el 100% de acciones en Peyaco.

Por el contrario, a quienes sí les convendría destapar la conducta ilícita de sus administradores es a los antiguos accionistas de la sociedad, es decir, aquellos que, inducidos a error o no, hayan vendido sus acciones. Dado que la acción social no sería posible, queda vigente la acción individual de cada socio para pedir una indemnización por daños y perjuicios causados por la conducta de los administradores, además de una acción para valorar la eventual responsabilidad penal de los administradores por administración desleal en los términos del artículo 252 CP.

Por su parte, en el Reino Unido, los administradores se enfrentarían a una responsabilidad muy similar a la que afrontarían en España. Como vemos, su responsabilidad se derivaría de una infracción de las *sections* 173 a 177 CA 2006, esto es, infracción del deber de: (i) ejercer un juicio independiente, (ii) diligencia, (iii) evitar conflictos de interés, (iv) no aceptar beneficios de terceros, (v) declarar el interés propio en transacciones o acuerdos de la compañía. En este sentido, procederían los remedios comentados anteriormente: relevo de los administradores de su cargo, devolver el beneficio efectivamente percibido.

En lo que respecta a una eventual responsabilidad penal, los administradores de HighCommander podrían afrontar una responsabilidad penal en los términos de la *section* 1 del BA 2010, esta *section* nos dice que cualquier persona que soborne a otra para inducir a esta a que desarrolle de manera impropia una función, cargo o similares será castigado con una pena de hasta doce meses de prisión, cumulativa con una pena de multa (*section* 11 BA 2010); mientras que los administradores de Peyaco podrían ser condenados basándose en la *section* 2, la cual establece que toda persona que acuerde recibir un soborno para ejercer su cargo de manera impropia, podrá ser castigado en los mismos términos que la *section* 1.

VI. MEDIDAS DEFENSIVAS CONTRA UNA OPA HOSTIL

En el presente epígrafe comenzaremos definiendo el término de *opa hostil* para, posteriormente, explicar cuáles son las medidas que una sociedad puede activar para defenderse ante una OPA que no es querida, ni por su órgano de administración, ni por

¹⁵ Artículo 228.d) LSC

su accionariado. Dado que muchas de las medidas que encontramos han sido exportadas del *common law* a nuestro sistema, conviene precisar que todo lo que se diga en este epígrafe es válido tanto para la legislación española como para la legislación británica.

VI.1. OPA hostil y deber de pasividad de los administradores

Para definir el término *Oferta Pública de Adquisición hostil*, debemos recordar en primer lugar que las tomas de control tienen como nota diferenciadora el eludir en todo momento la necesidad de que el órgano de gestión de la sociedad apruebe o supervise la operación. En este sentido, la potestad para aceptar o declinar una OPA recae única y exclusivamente sobre los accionistas de la sociedad.

Sin embargo y, a pesar de que los administradores no cuentan con ese poder de aprobación, estos sí tienen la obligación de realizar un informe en el que se exponga si existe algún tipo de acuerdo entre los órganos de administración de la empresa opada y opante y, a su vez, si concurrirán a la oferta o no, en el caso de que tengan acciones en la sociedad.

En el caso de que efectivamente exista un acuerdo entre ambos órganos de administración sobre los términos de la oferta, estaremos ante lo que se conoce como *OPA amistosa*. En caso de que los términos no sean acordados y los administradores se opongan a la oferta, asistiremos ante una *OPA hostil*.

En el momento en que un órgano de administración rechaza llegar a un acuerdo con el órgano de administración de la empresa opante no puede llevar a cabo ninguna medida tendente a que esta oferta fracase sin previo acuerdo de la junta general de accionistas. Esto es lo que se conoce como *deber de pasividad* o *passivity rule*, regla que tiene su origen en la tradición jurídica británica. Este deber, recogido en el artículo 28 del RDOPAS busca evitar que sean los administradores quienes decidan si la oferta triunfa o no basándose en sus intereses personales, permitiendo así que sean los accionistas quien, en última instancia, decidan si vender o no sus acciones.

Sin embargo, la interpretación del artículo 28 RDOPAS debe ser restrictiva, y esto es debido a que, en el momento en que una sociedad solicita a la CNMV la aprobación de una OPA, se produce la suspensión de los valores de la sociedad *target*, siendo en este momento en el que la *passivity rule* comienza a operar. Por eso, lo que nos dice la práctica mercantil es que el deber de pasividad operará solamente para impedir que los administradores lleven a cabo medidas que puedan ser claramente identificadas como anti-OPAS, en particular, nos dice el artículo 28 del RDOPAS que no podrán:

- a) Acordar ni iniciar ninguna emisión de valores que pueda impedir el éxito de la oferta.
- b) Efectuar o promover, directa o indirectamente, cuando pueda impedir el éxito de la oferta, operaciones sobre los valores a los que afecte o sobre otros, incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores.
- c) Proceder a la enajenación, gravamen o arrendamiento de inmuebles u otros activos sociales, cuando tales operaciones puedan impedir el éxito de la oferta.
- d) Repartir dividendos extraordinarios o remunerar de cualquier otra forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos a los accionistas o titulares de otros valores de la sociedad afectada, salvo que los correspondientes acuerdos societarios hubieran sido aprobados con carácter previo por el órgano social competente y hechos públicos.

Con todo, existen algunas medidas que quedan exentas del deber de pasividad, a tenor del artículo 28.3 RDOPAS: La primera de las medidas que un órgano de administración puede llevar a cabo sin necesidad de aprobación de la junta general es la búsqueda de una OPA competidora; esta práctica se considera beneficiosa para la competencia, ya que, en caso de que los administradores consigan una OPA competidora que ofrezca un mayor precio por acción, esto redundará en el beneficio de los accionistas. Por su parte, el segundo tipo de medidas son aquellas que hayan sido aprobadas por la junta general tendentes a defender a la sociedad de una adquisición hostil; se entiende que toda adquisición amparada por un acuerdo en junta general supone, para los administradores, una superación de ese deber de neutralidad.

En otro sentido, no debemos olvidar que la junta general puede dispensar a los administradores de su deber de pasividad, lo que conllevaría que, ante la concurrencia de una OPA, tuvieran los poderes necesarios para ejecutar medidas defensivas.

VI.2. Medidas defensivas contra una OPA hostil

Centrándonos ahora en cuáles son esas medidas anti-OPAS o, en otras palabras, tendentes a frustrar el triunfo de una OPA, debemos distinguir dos grandes tipos de medidas: (i) medidas preventivas o *de blindaje societario*, que son todas aquellas adoptadas por la sociedad previa a la formulación de una OPA y que se activan en el caso de que concurra una OPA hostil; y (ii) medidas defensivas, que, pese a poder estar recogidas previamente en los estatutos sociales, se activan una vez la OPA ya se ha producido.

El procedimiento que se debe seguir para activar cualquier medida defensiva tendente a disuadir una OPA es el siguiente: en primer lugar, debe recabarse la autorización de la junta general, junta ésta que deberá seguir el procedimiento de convocatoria del artículo 194 LSC: *quórum del 50% en primera convocatoria y del 25% en segunda convocatoria*, exigiéndose, a su vez, el régimen de mayorías reforzado previsto en el artículo 201.2 LSC:

Para la adopción de los acuerdos a que se refiere el artículo 194, si el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta. Sin embargo, se requerirá el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la junta cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento.

Esto se entiende porque, normalmente, las medidas defensivas que se adoptan son, como veremos más adelante, algunas de las que prevé el artículo 194 LSC¹⁶.

Dicho esto, el primero de los supuestos a analizar son las llamadas ***medidas preventivas o cláusulas de blindaje estatutario***. Actualmente, nuestra LMV en su artículo 135 prevé, *a sensu contrario*, cuales son aquellas medidas que puede introducir una sociedad en sus estatutos. Decimos *a sensu contrario* en el sentido de que el artículo 135 hace referencia a *medidas de neutralización*, abriendo la puerta a que las sociedades puedan dejar sin efecto todas aquellas cláusulas de blindaje estatutario -que son las consideradas anti-opa- en el caso de que se produzca una OPA amistosa.

La primera de las cláusulas a la que hace referencia son aquellas *restricciones a la transmisibilidad de valores previstas en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad*, si bien los pactos parasociales serán objeto de estudio más adelante, vemos como una restricción en el número de valores que pueden ser transmitidos por una

¹⁶ Modificación de estatutos, aumento o reducción de capital, etc.

sociedad puede ser una respuesta ante una OPA. Un ejemplo claro sería el caso de que una sociedad introdujera en sus estatutos que para vender las acciones necesita una autorización concreta por parte de los accionistas. Una sociedad oferente, al ver que si no se hace con la mayoría necesaria establecida estatutariamente no va a poder transmitirlos, podría llegar a descartar la opción de presentar una OPA.

La segunda de las medidas que encontramos son las restricciones al derecho de voto previstas en los estatutos de la sociedad afectada y en los pactos parasociales referidos a dicha sociedad, tal y como vemos, esta medida pretende disuadir a una sociedad de comprar una serie de acciones que, bien por el tenor de los estatutos de una sociedad, bien por los pactos parasociales de la misma, tienen restringidos el derecho de voto. Un ejemplo podría ser el caso en el que una sociedad estableciera un número máximo de votos que pueden ser emitidos por un mismo accionista. Si una sociedad se encuentra con esta cláusula, podría llegar a perder el interés en adquirir la oferta.

Pero estas medidas no son las únicas, no existe un *numerus clausus* de cláusulas de *blindaje estatutario*, cualquier medida tendente a diluir el poder de voto, el poder de controlar el órgano de administración o similares, puede ser efectiva a la hora de que la compañía sea más atractiva una OPA. Por ejemplo, una cláusula que establezca que para poder ser presidente del consejo de administración debes llevar una serie de años concretos en la empresa o las llamadas *acciones de lealtad* o *loyalty shares*¹⁷ pueden ser buenas para evitar que una sociedad sea objeto de una OPA.

Por otro lado, además de las cláusulas estatutarias que pueden desprenderse *a sensu contrario* del artículo 135 LMV, otro tipo de medidas preventivas son las que se conocen con el nombre de *shark repellent*, doctrina creada y difundida en los Estados Unidos que permite la adopción de dos diferentes medidas tendentes a evitar una OPA hostil.

La primera de ellas es lo que se conoce como la creación de un consejo de administración clasificado o escalonado, también conocido como *staggered board of directors*. Lo que busca esta medida, a grandes rasgos, es que la renovación de los consejeros de un órgano de administración no se realice todos de una vez, sino que se vayan renovando de manera periódica. Así, si yo tengo tres administradores nombrados uno en el año 1, otro en el año 2 y otro en el año 3, y estatutariamente tengo estipulado que la duración del cargo será de 3 años, hasta que transcurran 6 años desde el nombramiento del primer consejero no tendré renovado el órgano de administración en su totalidad. Esto, como podemos ver, generaría un problema muy grande a la sociedad oferente, ya que, si la oferta es hostil podría tener numerosos conflictos con el órgano de administración.

La segunda de las medidas que propone esta doctrina es crear unos requisitos de mayoría cualificados para determinadas transacciones (*supermajority voting requirements*). Esta previsión lo que busca es dificultar acuerdos ulteriores como la escisión de la sociedad, su fusión, en caso de que la intención de la empresa oferente sea reestructurar la sociedad.

Habiendo analizado las medidas preventivas más significativas que podemos encontrar en la legislación española e internacional en materia de OPAS, el siguiente paso es analizar todas aquellas medidas que se pueden aplicar una vez la OPA ya ha sido publicada, conocidas como *medidas defensivas*.

¹⁷ Las *loyalty shares* son acciones que, en función del número de años de antigüedad, otorgan más o menos votos. Así, si eres uno de los socios más antiguos podrás tener más poder de decisión en una sociedad que aquellos que acaban de llegar. En España todavía no se encuentran reguladas, sin embargo, existe un Anteproyecto de Ley de 28 de mayo que precisamente regulará estas acciones en un futuro.

La primera de las medidas a analizar, y, la más común en el caso de las OPAS producidas en nuestro país es la interposición de recursos y acciones ante los tribunales por vulneración de algún tipo de normativa en el transcurso de la OPA.

Esta medida, que se ha visto como la más efectiva por su capacidad para retrasar las operaciones y así disuadir a los oferentes, consiste en que una sociedad objeto de una OPA hostil plantee un recurso o una acción ante un tribunal por una supuesta infracción por parte del oferente de: (i) el derecho de competencia, (ii) la regulación sobre OPAS.

Pese a que esta medida puede estar basada en una razón jurídica legítima, lo característico de todas estas medidas es la función táctica que juegan en el transcurso de estas operaciones. Como hemos dicho, la fundamental es su capacidad para retrasar el transcurso de la oferta.

Dado que estas acciones pueden ser altamente perjudiciales para el desarrollo de la OPA¹⁸, serán los accionistas de la sociedad quienes deberán decidir sobre su interposición, no pudiendo los administradores interponerla basándose en su poder de discrecionalidad empresarial, en los términos del deber de neutralidad que impone el RDOPAS.

Sin embargo, y dado que los efectos de paralizar una OPA pueden ser muy perjudiciales, los tribunales de nuestro país han considerado que, en caso de que una sociedad pretenda la parálisis de la operación, deberá, en primer lugar, probar que la no paralización tendría consecuencias muy perjudiciales para la competencia y para los mercados y, a su vez, abonar una fianza muy cuantiosa por los daños que pudieran derivarse de la paralización, tal y como sucedió cuando el Tribunal Supremo (en adelante, TS)¹⁹ le concedió la parálisis a Endesa en detrimento de la OPA de Gas Natural mediante *Auto de 28 de abril de 2006 (ECLI: ES:TS:2006:11194A)* ratificado por *Auto de 26 de junio de 2006 (ECLI: ES:TS:2006:11192A)* tras el abono de 1.000 millones de euros en concepto de fianza.

En segundo lugar, una de las técnicas más extendidas es la denominada técnica de las píldoras venenosas o *poison pills*, también conocidas como *shareholders rights plan*. Las *poison pills* suponen introducir en los estatutos sociales una serie de previsiones para que los accionistas de la sociedad puedan adquirir acciones a un precio preferente, con el objetivo de diluir el poder de control de la sociedad oferente tras la OPA hostil.

Esta doctrina cuenta con dos variantes: en primer lugar, encontramos lo que se conoce como *poison pill flip-in*, cuyo objetivo es otorgar a los accionistas de la sociedad el derecho de adquirir nuevas acciones de la sociedad -tras la OPA hostil- a un precio rebajado. Así, una sociedad puede verse disuadida en su intento de toma de control ya que, en caso de que se produzca, su papel finalmente podría verse diluido si muchos accionistas ejercitan su derecho de compra de acciones preferente.

Por otra parte, la segunda de las variantes es la que se conoce como *poison pills flip-over*, cuyo objetivo es el mismo que el anterior, pero, con la diferencia, de que el derecho se otorga sobre la sociedad adquirente. Por poner un ejemplo, si HighCommander quisiera adquirir Peyaco para, posteriormente, efectuar una fusión, las *poison pills flip-over* otorgarían derechos sobre esa nueva sociedad que surge tras la fusión. Como vemos, en

¹⁸ Conviene recordar que, en el momento en que una OPA se acepta, los valores de la sociedad objeto de la OPA se suspenden, por lo que una parálisis de la OPA supone reactivar en el mercado esos valores.

¹⁹ El TS rechazó dos recursos: uno del Gobierno de España y otro de Gas Natural que se oponían a la parálisis de la OPA.

caso de que la intención de la sociedad adquirente no sea efectuar una fusión, la eficacia de este tipo de píldoras se vería mermada.

Como vemos, las *poison pills* son, al fin y al cabo, una prevención estatutaria más que una medida defensiva; sin embargo, la consideramos medida defensiva porque su eficacia no se pone de manifiesto hasta que se produce una OPA. En este sentido, al ser una previsión estatutaria, su aprobación requiere de un acuerdo en junta general, no pudiendo ser los administradores quienes, basándose en la *business judgment rule*, ejerciten esta medida²⁰.

En tercer lugar, otra de las medidas defensivas que podemos encontrar se conoce como *paracaídas dorado o golden parachute*. Esta medida consiste en que, en el momento de contratar a un consejero de prestigio, una de las cláusulas de su contrato sea que, en caso de que se produzca una OPA, fusión o cualquier tipo de operación que le relegue de su cargo, este tendrá derecho a percibir una indemnización muy cuantiosa. Como vemos, esto puede disuadir a una empresa de querer realizar una toma de control sobre otra, ya que, en caso de que se produzca, la indemnización que percibirá esta persona diezmará, en gran parte, su patrimonio.

En el mismo sentido que las *poison pills*, pese a que los *golden parachute* son una previsión estatutaria -que requiere de un acuerdo en junta general-, las consideramos medida defensiva pro no activarse hasta que concurre una OPA hostil.

Un ejemplo sería el de Meg Whitman, *Chief Executive Officer* (en adelante, CEO)²¹ de Hewlett-Packard Enterprise acordó recibir casi 9 millones de dólares si se producía una toma de control por parte de otra empresa, y más de 51 millones de dólares si era relevada de su cargo.

En cuarto lugar, otra de las medidas defensivas que pueden aplicar las sociedades es la que se conoce como la doctrina de la *crown jewels o de la joya de la corona*. Esta medida consiste en que una empresa que se objetivo de una OPA venda su activo esencial para perder atractivo. En el caso de Peyaco, ese activo sería, a tenor del supuesto de hecho, un *software que permite aumentar la eficiencia de sus paneles solares y molinos eólicos, recibiendo más energía solar y eólica respectivamente*.

Esta medida, al igual que las tres anteriores, requieren de un acuerdo de la junta general en los términos del artículo 160.f) LSC.

Por otro lado, una de las defensas contra OPAS hostiles más famosas es la que se conoce como técnica *Pac-Man o del comecocos* por su alusión al famoso videojuego de *Namco*. Esta medida consiste en que una empresa que esté siendo objetivo de una OPA comience a comprar acciones de la empresa opante, amenazando así con una OPA hostil en caso de que continúen con la compra. Así, si la empresa opante considera que puede verse afectada por una toma de control de una tercera empresa, podría verse disuadida a continuar con la OPA.

Uno de los ejemplos más famosos de la aplicación de la *Pac-man defense* es la que se produjo entre las empresas *Bendix Corporation* y *Martin Marietta*. En 1982, *Bendix* comenzó a comprar acciones de *Marietta* hasta conseguir una posición de control en la

²⁰ En este sentido recordar lo dispuesto para el deber de neutralidad de los administradores ante la concurrencia de una OPA hostil.

²¹ El término CEO, por sus siglas en inglés, hace referencia al Consejero Ejecutivo de una compañía que es, en última instancia, el máximo responsable de la misma.

segunda sociedad -en concreto, un 70%- . Ante esto, *Marietta* pidió prestados más de un millón de dólares para luchar contra esta adquisición, llegando a hacerse con un 50% de *Bendix*. Esta compra dañó a ambas compañías por los esfuerzos que tuvieron que hacer para defenderse de los intentos de toma de control. Finalmente, *Allied Corporation* actuó como caballero blanco -término que definiremos posteriormente-, adquiriendo *Bendix*.

Encontramos también lo que se conoce como *merger of equals* o *fusión de iguales*. Esta técnica consiste en que, en el momento en que una empresa se ve amenazada por una OPA, esta empresa *target* acuerda con otra -normalmente una empresa amiga de su mismo sector- la fusión de ambas. Esto, según Hopt (2010):

[...] posibilita la plena cooperación en la fusión. [...] la sociedad adquirente puede contar con que la Dirección de la otra sociedad aplicará sus especiales conocimientos de la empresa en la consecución de la fusión, sin esconder los problemas y riesgos, sino dándolos a conocer para afrontarlos en común y responsabilizándose así en la nueva gran empresa común y sus accionistas.

Por último, decíamos anteriormente que una de las medidas que queda exenta del deber de neutralidad es la búsqueda de una OPA competidora que mejore el precio de la ya existente. En este sentido, el artículo 28.3.a) RDOPAS nos pone en la pista de una práctica muy común en materia de OPAS, articulada en el capítulo IX del RDOPAS y definida en el artículo 40 del mismo Real Decreto en los siguientes términos: *Se considerarán ofertas competidoras las ofertas públicas de adquisición que afecten a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada a la Comisión Nacional del Mercado de Valores otra oferta pública de adquisición cuyo plazo de aceptación no esté finalizado.*

Esta medida también es conocida como la técnica del *caballero blanco*, debido a que, en definitiva, supone buscar a una tercera empresa que adquiera a la empresa objetivo en unos términos más ventajosos, permitiendo así, en primer lugar, que los términos sean acordados y, en segundo lugar -y tal y como sucedía en la *merger of equals*- que los administradores de la empresa opada colaboren en la adquisición de la empresa adquirente.

A tenor del artículo 42 RD OPAS, los requisitos de esta son los siguientes:

Toda oferta competidora deberá cumplir los siguientes requisitos:

- a) Ser presentada en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial y hasta el quinto día natural anterior a la finalización de su plazo de aceptación. [...]
- b) Tener por objeto un número de valores no inferior al de la última oferta precedente [...]
- c) Mejorar la última oferta precedente, bien elevando el precio o valor de la contraprestación ofrecida, bien extendiendo la oferta a un número mayor de valores. [...]

Un ejemplo de OPA en la que se incorporó un caballero blanco se produjo en la OPA de Gas Natural sobre Endesa, en la que Enel formuló una OPA competidora de 27.50€ por acción, en total 29.100 millones (un 29.1% más de lo que ofrecía Gas Natural). Sin embargo, finalmente Endesa no vendió a E. ON y entre Enel y Acciona se hicieron con la energética.

Estas medidas son algunas de las que se han ido creando a lo largo de los años para luchar contra las adquisiciones hostiles. Junto a estas, hay muchas otras igual de efectivas a la hora de defender a una sociedad de una toma de control indeseada. No existe un *numerus clausus*, igual que tampoco una medida *definitiva*, para saber qué medida es la más

adecuada para evitar una OPA hostil debemos estar al caso concreto y a las particularidades de cada sociedad.

VI.3. Conclusiones

En definitiva, hemos hecho un repaso de alguna de las técnicas preventivas y defensivas más importantes que los administradores de Peyaco podrían haber valorado a la hora de intentar defender a su sociedad de la adquisición de HighCommander.

Las medidas preventivas, como hemos visto, deberían haberse previsto por parte de la sociedad en los estatutos sociales mediante acuerdo de la junta general. Las defensivas, por otro lado, son las que se habrían encontrado disponibles en el momento en que HighCommander lanza la segunda acometida.

De todas las disponibles, los administradores llevaron a cabo una de las más efectivas y, sin duda, la más *tasada* en nuestro ordenamiento jurídico junto con la interposición de acciones o recursos ante los tribunales. Y decimos *tasada* porque, aunque el resto de técnica se han ido importando hasta el punto de poder ser adoptadas por las compañías de nuestro país, la única que se ha reflejado en la normativa de OPAS es la búsqueda de una OPA competidora en mejores términos; eso es lo que realiza EnergySoluciones, una oferta por encima de lo ofertado por HighCommander. En este momento, EnergySoluciones se convierte en el *caballero blanco* que permite a Peyaco una salida: ser adquirida por una empresa amiga del sector.

Por lo tanto, y pese a que los administradores podrían haber seguido otras vías, la búsqueda de una opa competidora ha sido una salida positiva para los accionistas de Peyaco, que ven como sus acciones son adquiridas muy por encima del precio de mercado y que, en un futuro, ante la buena relación que mantienen Peyaco y EnergySoluciones, podrían incluso recuperarlas u obtener un puesto en alguna de las dos sociedades.

VII. PACTOS PARASOCIALES Y OPAS CONDICIONADAS

Un estudio detallado de los pactos parasociales y las OPAS sujetas a condiciones nos servirán para dar respuesta a dos de las cuestiones que se plantean en el supuesto de hecho. En concreto, aquellas relativas al pacto que acuerdan los administradores de Peyaco con de EnergySoluciones para que, tras el triunfo de su OPA competidora, los primeros administradores se integren en el consejo de administración de EnergySoluciones. Veremos si este pacto es vinculante, en primer lugar, para los administradores de EnergySoluciones y, en segundo lugar, para la propia sociedad; y, finalmente, estudiaremos si todos los pactos o condiciones a los que se comprometió EnergySoluciones con Peyaco para el triunfo de su OPA son también vinculantes o no para la sociedad o si, por el contrario, pueden dejarlos sin efecto sin ningún tipo de consecuencia.

VII.1. Pactos parasociales en España y Reino Unido

Los pactos parasociales en nuestro país han sido construidos más jurisprudencial y doctrinalmente que normativamente. En este sentido, la LSC hace referencia a ellos como *pactos reservados* en el artículo 29 expresando que no serán oponibles a la sociedad, así como en el capítulo VIII, pero solo recogiendo aquellos que *regulen el derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas*.

Por tanto, podemos ver como la admisibilidad de los pactos parasociales se encuentra hoy generalizada, y que, para conocer su regulación y caracteres específicos, debemos estar a lo que la doctrina y la jurisprudencia han establecido respecto a los pactos parasociales, de gran importancia en la vida de las sociedades, en especial para mantener el control o adquirir acciones en estas.

Según Martínez Rosado (2017): *Los pactos parasociales pueden definirse como aquellos acuerdos celebrados entre todos o algunos de los socios entre sí, o entre todos o algunos socios y terceros, con el fin de integrar, completar o modificar algunos aspectos de la vida social al margen de lo dispuesto en el contrato fundacional.*

Esto se completa con la definición que el TS ha hecho de los pactos parasociales en su STS de 6 de marzo de 2009 (ECLI: ES:TS: 2009:941), al expresar que *los socios pretenden regular, con la fuerza del vínculo obligatorio entre ellos, aspectos de la relación jurídica societaria sin utilizar los cauces específicamente previstos en la ley y en los estatutos.*

En la doctrina podemos encontrar diferentes clasificaciones de los pactos parasociales. A los efectos de este trabajo, la clasificación que seguiremos es la realizada por Paz-Ares (2003) en la que distingue tres tipos de pactos parasociales: (i) *pactos de relación*, (ii) *pactos de atribución*, y (iii) *pactos de organización*.

Siendo, por una parte, los pactos de relación los que se caracterizan por su neutralidad frente a la sociedad, por ejemplo, atribuyendo derechos de adquisición preferente de acciones para alguno de los socios y siendo, por otra parte, los pactos de organización aquellos que buscan ventajas para la propia sociedad, como los que obligan a los socios a aportar garantías de financiación adicionales (tales como aportaciones suplementarias); los que realmente son relevantes para nuestro supuesto son los denominados pactos de organización. Estos pactos buscan la organización de una serie de aspectos de la vida social en un sentido específico. En este sentido, un ejemplo de pacto de organización sería el que los administradores de EnergySoluciones lleva a cabo con los administradores de Peyaco al comprometerse a incluirlos en su consejo de administración en un plazo máximo de dos años. Este pacto, en términos societarios se denominaría *pacto de sindicación (o sindicato) para el órgano de administración*.

La controversia que surge en torno a estos pactos de sindicación versa en torno a su validez en el derecho español. En nuestro caso concreto, la validez del pacto entre los administradores de Peyaco y EnergySoluciones implicaría que la segunda sociedad estaría obligada a incluir a los administradores de la primera en su órgano de administración en el plazo estipulado. Por el contrario, si se concluyera que estos pactos son nulos, surgiría la cuestión de si los administradores de Peyaco pueden exigir su cumplimiento -lo que se conoce como *enforcement* de los pactos parasociales-, o, por el contrario, estos pactos son nulos y no se encuentra disponible ningún remedio, contractual o extracontractual.

En nuestro ordenamiento, la teoría clásica se ha inclinado por entender que estos pactos de sindicación son nulos, fundamentalmente por dos razones: (i) producen la alteración de las competencias consagradas en la LSC para el nombramiento del órgano de administración y (ii) suponen una infracción, por parte de los administradores, de sus deberes fiduciarios.

El primero de los argumentos es, a nuestro juicio, el más solvente a la hora de explicar por qué los pactos parasociales que pretendan configurar el consejo de administración en

un sentido o en otro son nulos. En primer lugar, debemos tener en cuenta lo que dispone la LSC para el nombramiento de los administradores. En este sentido, el artículo 160 en su letra b) dispone que será competencia de la junta general el nombramiento de los administradores. Dicho esto, queda claro que nuestro ordenamiento encarga a la junta general de accionistas el nombramiento de los máximos gestores de la sociedad -los administradores-.

El segundo de los argumentos es el que sostiene que un pacto en este sentido supondría una infracción por parte de los administradores de sus deberes fiduciarios. El fundamento jurídico de esta afirmación es bien claro: un pacto para conformar un órgano de administración al margen del poder de deliberación de la junta general supone una infracción de sus deberes de independencia, actuación con diligencia y lealtad hacia la sociedad.

Sentados los fundamentos que explican la nulidad de los pactos de sindicación para el órgano de administración, conviene destacar dos supuestos en los que estos pactos podrían ser válidos:

El primer caso es en el supuesto de que el pacto lo hubieran realizado la totalidad de los accionistas o, en su defecto, los administradores siguiendo instrucciones de ellos. En este sentido, debe entenderse que el pacto sería válido dado que no se incumplirían ninguno de los requisitos anteriormente expuestos.

El segundo de los casos se pondría de manifiesto en el caso de que los administradores de una sociedad concertaran un acuerdo con un tercero que no fuera contra el interés social. Pese a que esto podría indicarnos que los administradores han actuado conforme a sus deberes, resultaría difícil que estos pactos escaparan de una eventual nulidad, ya que siguen alterando la competencia de la junta general para nombrar a los administradores,

En este sentido, observamos que los tribunales han admitido la validez de estos pactos en tres grandes grupos de casos: (i) cuando es un pacto por el que se den instrucciones al órgano de administración de la sociedad dominada. [...] (ii) en los casos en que los pactos para el órgano de administración puedan reconducirse y validarse como pactos que tienen por objeto el derecho de voto en la junta general. (iii) y, por último, en el caso de que el pacto haya sido celebrado por todos los socios (pactos omnilaterales) (íbidem).

En definitiva, si un pacto se llevara a cabo en los términos anteriormente expresados -que es precisamente lo que concurre en el presente caso- podría ser declarado nulo por parte de la sociedad, cualquier administrador o accionista.

Sin embargo, en el remoto caso de que se admitiera que este pacto es válido, el no cumplimiento por parte de la sociedad facultaría a los acreedores del pacto para solicitar las mismas acciones que se motivan por un incumplimiento contractual -que veremos a continuación-.

Por su parte, en el Reino Unido los pactos parasociales se encuentran regulados en la *section 29(1)(b)* de la CA 2006, en el sentido de que, si los pactos entre accionistas se inscribieran, estos devienen públicos y pasan a formar parte de la organización de la sociedad. Por lo tanto, vemos que también en el país anglosajón se encuentran admitidos estos pactos parasociales.

Sin embargo y, como sucede en la legislación española, existe cierta reticencia a admitir que estos pactos de sindicación son lícitos. Los tribunales británicos entienden que un pacto de esta clase vulneraría el deber de los administradores de actuar siempre conforme

al interés social (s 171 CA 2006). Por lo tanto, para que un pacto, en el caso concreto, pudiera ser considerado lícito, el administrador que lo proponga deberá probar que, efectivamente, ese pacto no atenta contra los intereses sociales.

VII.2. OPAS condicionadas en España y Reino Unido

Habiendo sentado la nulidad generalizada de los pactos de sindicación para el órgano de administración, la siguiente cuestión que se nos plantean son todos los acuerdos a los que llegan la sociedad opada (Peyaco) y la sociedad opante (EnergySoluciones). En el acuerdo de OPA, la sociedad opante se compromete a respetar una serie de pactos a fin de mantener la *identidad* de Peyaco. En un primer momento, podría pensarse que los pactos entre empresas tendrían la consideración de pactos parasociales. Sin embargo y, como hemos visto en el apartado anterior, los pactos parasociales son aquellos que intentan incidir, directa o indirectamente, en la vida de la sociedad; alterando la organización de esta, su régimen de voto o adquisición de acciones, etc. Por lo tanto, podemos ver que, en el presente supuesto, estos acuerdos entre compañías en el marco de una OPA amistosa no pueden considerarse pactos parasociales, sino que deben interpretarse como simples obligaciones nacidas del contrato por el que se perfecciona la OPA.

En segundo lugar, podría pensarse que estos pactos convierten a la OPA en una OPA condicionada en los términos del RDOPAS, sin embargo, podemos observar que, en todo momento, cuando este RD hace referencia a una OPA condicionada se refiere a los supuestos en los que una empresa opante condiciona el planteamiento de la OPA al cumplimiento de una serie de obligaciones, tales como la aprobación de la OPA por parte de la junta general -o por un número concreto de accionistas de la sociedad-, etc. Un ejemplo sería cuando el artículo 17 del RDOPAS hace referencia a las OPAS condicionadas en los siguientes términos: *En el caso de una oferta voluntaria, se indicará si la decisión de promover la oferta pública está condicionada a su aprobación por la junta general de accionistas de la sociedad oferente y, en su caso, se aportará la documentación correspondiente en cuanto se obtenga dicha aprobación.*

Por lo tanto, el análisis de estas cuestiones versará exclusivamente sobre las obligaciones de los contratos y su debido cumplimiento, así como las consecuencias de un eventual incumplimiento de estas.

En este sentido, debemos atender a la regulación que el Código Civil (en adelante, CC) realiza en su Libro Cuarto, Título I de las obligaciones en los contratos²². A tal efecto, nos dice el artículo 1091 que *las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes, y deben cumplirse a tenor de los mismos.*

Por tanto, los pactos a los que han llegado ambas sociedades en el transcurso de la OPA tienen fuerza de ley, pudiendo ser exigido su cumplimiento por parte de Peyaco si EnergySoluciones no los llevara a cabo.

Aquí, debemos distinguir entre los dos escenarios posibles. El primero de ellos sería que EnergySoluciones, en cumplimiento de las cláusulas estipuladas en el contrato, llevara a cabo sus obligaciones. El segundo de ellos sería que, por el contrario, EnergySoluciones no cumpliera con sus obligaciones, activando los accionistas de Peyaco los remedios disponibles ante un incumplimiento contractual.

²² Pese a que la regulación del Código Civil en contratos mercantiles es supletoria, se atiende al mismo dado que el CCom. no establece nada al respecto.

En el primero de los casos, si EnergySoluciones cumpliera con sus obligaciones, la cuestión que se nos suscita es qué acuerdos deberían ser sometidos a la aprobación expresa de la junta general y cuales, por el contrario no.

En este sentido y, precisando que en el momento en que una empresa -en nuestro caso EnergySoluciones- decide plantear una OPA necesita contar con la aprobación de la junta general, en los términos del artículo 160.f) LSC²³, resulta preciso entender que los accionistas, al aprobar la OPA, indirectamente están aprobando todas las cláusulas contenidas en el acuerdo. En otras palabras, en el momento en que EnergySoluciones acordó con Peyaco el cumplimiento de una serie de cláusulas, y la junta general de la empresa opante dio el visto bueno a plantear la OPA, ya están tácitamente aprobando las cláusulas que en este acuerdo se contemplan.

Caso distinto es el del penúltimo acuerdo, relativo al reparto de acciones en EnergySoluciones a los accionistas de Peyaco. Pese a que podría entenderse, en el sentido de lo anterior, que la junta ya ha aprobado este acuerdo al aceptar los términos de la OPA, resulta correcto entender que esta obligación adquirida por EnergySoluciones sí necesitaría una aprobación expresa de la junta general por el motivo de que, para poder repartir acciones de la sociedad a nuevos accionistas la sociedad necesitaría, bien que algunos accionistas de tu sociedad estén dispuestos a vender las mismas, o bien un aumento de capital para emitir nuevas acciones. Este aumento de capital, en virtud del artículo 160.d) LSC requiere de acuerdo de la junta general, en concreto, de un acuerdo aprobado por mayoría absoluta si el quórum supera el 50% del capital o, en su defecto, mayoría de dos tercios si el quórum es del 25% o más, en los términos del artículo 201 LSC.

Por otro lado, en el segundo de los escenarios, en caso de que EnergySoluciones no cumpliera con las obligaciones pactadas, la cuestión suscitada versa sobre qué pactos pueden ser incumplidos sin que esta sociedad tenga responsabilidad alguna, y cuáles no.

A tal efecto, debemos atender a la regulación que el CC hace de incumplimiento contractual para comprender la eventual responsabilidad que podría acarrear para EnergySoluciones el no cumplimiento de las obligaciones. El CC en su artículo 1124 establece que:

La facultad de resolver las obligaciones se entiende implícita en las recíprocas, para el caso de que uno de los obligados no cumpliera lo que le incumbe.

El perjudicado podrá escoger entre exigir el cumplimiento o la resolución de la obligación, con el resarcimiento de daños y abono de intereses en ambos casos. También podrá pedir la resolución, aun después de haber optado por el cumplimiento, cuando éste resultare imposible.

Por lo tanto y, como vemos, el perjudicado podrá exigir el cumplimiento de la obligación en los términos del artículo 1098 CC y, en caso de que este cumplimiento fuera imposible, podría resolverse el contrato, lo que nos llevaría al supuesto de que la OPA quedaría sin efecto por haberse incumplido los términos de esta, caso que consideramos muy improbable que fuera aceptado por los tribunales, debido al gran impacto que supondría sobre la competencia y debido a que en el derecho de sociedades opera la regla de mantener en todo momento la vida de la sociedad, no teniendo la nulidad efectos retroactivos.

²³ Ya que entendemos que la adquisición de una compañía supone, analógicamente, la adquisición de un activo esencial.

Todo ello, sin perjuicio de la eventual indemnización por daños y perjuicios que correspondería a los accionistas de Peyaco, en los términos del artículo 1106 CC, que nos dice que esta indemnización comprende el valor de la pérdida sufrida, así como la ganancia que haya dejado de obtener el acreedor (denominada lucro cesante).

En el caso de Reino Unido, estas cláusulas también serían consideradas obligaciones contractuales, en los mismos términos que la legislación española. Las acciones o *remedies* disponibles para el afectado serían muy similares a las que nos encontramos en caso de que un administrador atente contra sus deberes²⁴, por lo que las indemnizaciones por pérdidas y por ganancias dejadas de obtener -siempre de los límites razonables que puedan exigir las partes, tal y como establece *Hadley v Baxendale 156 E.R. 145-*, y las denominadas *injunctios* -que son acciones que buscan que el agresor deje de cometer el acto que infringe el contrato- serían las disponibles para los accionistas de Peyaco si esta fuera una sociedad inglesa. Todo ello sin perjuicio de la eventual rescisión del contrato que los tribunales podrían decretar si el incumplimiento resulta muy gravoso.

VII.3. Conclusiones

En conclusión, hemos visto que la respuesta tanto en la legislación británica como en la española en las cuestiones planteadas en este epígrafe son las mismas. En primer lugar, ese pacto de sindicación para el órgano de administración no se ve con buenos ojos en ambos ordenamientos, ya que se entiende que vulnera la distribución de competencias establecida por la LSC, que otorga a la junta general el poder para nombrar a los directores y, en segundo lugar, porque estos pactos suponen por parte de los administradores una infracción de sus deberes fiduciarios.

En segundo lugar, sobre los pactos establecidos en el acuerdo de OPA entre Peyaco y EnergySoluciones, vemos como estos no pueden interpretarse como pactos parasociales en los términos expresados; por el contrario, sino como obligaciones nacidas del acuerdo de adquisición por parte de EnergySoluciones. A tal efecto, y dado que una compañía requiere la aprobación de su junta general para plantear una OPA, el accionariado ya habría aprobado estos acuerdos cuando consiente la OPA en los términos expresados por sus administradores. Solo un acuerdo requeriría de un acuerdo posterior y sería la eventual ampliación de capital para la suscripción de acciones por parte de los socios de Peyaco. Por último, la eventual infracción de estas obligaciones por parte de EnergySoluciones haría surgir una serie de acciones a favor de los accionistas de Peyaco, que irían desde una acción de cumplimiento, una indemnización por la pérdida y el lucro cesante, así como una eventual rescisión del contrato de adquisición que, entendemos, sería muy difícil que se diera por el grave perjuicio que se generaría para la competencia en los mercados.

VIII. COMPETENCIA Y SUPERVISIÓN EN MATERIA DE OPAS

Por último y, dado que en todo momento las OPAS conciernen a empresas del sector energético, conviene realizar un análisis sobre la supervisión que, tanto el Estado, como las instituciones reguladoras del sector energético deberían haber llevado a cabo en todo momento, para así evitar un falseamiento de la competencia, el establecimiento de oligopolios, una concentración no autorizada, etc. que pudiera afectar a la libre competencia y al correcto desarrollo del mercado energético en nuestro país. Dado que la competencia es una cuestión de impacto comunitario, la mayoría de precisiones que

²⁴ No debemos olvidar que los deberes de los administradores tienen su origen en principios que surgen del common law.

hagamos para la legislación española sirven también para el análisis de la pregunta desde el punto de vista anglosajón, si bien, con una serie de particularidades.

VIII.1. Cumplimiento del Derecho de la competencia estatal y europeo

Dado que la competencia ha sido objeto específico de regulación por parte de la Unión Europea, en gran parte debido a la influencia que esta tiene en los mercados comunes y, consecuentemente, en los consumidores y usuarios; para atender a los caracteres específicos de las concentraciones de empresa, no solo atenderemos a la legislación estatal, que regula el derecho de competencia en la *Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia* (en adelante, LDC) y en el *Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia* (en adelante, RDDC); sino que también debemos atender, al *Reglamento (CE) No 139/2004 del Consejo de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones de empresa* (en adelante, el Reglamento de concentraciones).

La LDC define *concentración económica* como aquel proceso mediante el cual tiene lugar:

[...] un cambio estable del control de la totalidad o parte de una o varias empresas como consecuencia de:

- a) La fusión de dos o más empresas anteriormente independientes, o*
- b) La adquisición por una empresa del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas*

Como vemos, el supuesto que nos interesa en nuestro caso es el previsto en la letra b) dado que la concentración se produciría, bien en el momento en que HighCommander adquiriría el control de Peyaco, o bien porque es EnergySoluciones quien lo hace.

Sin embargo, no solo necesitamos apreciar la existencia de una concentración, sino considerar que esta es sustancial y de un gran impacto para el mercado para entender que puede infringir el derecho de la competencia. En este sentido, el artículo 8 de la LDC recoge los supuestos que, concurriendo, motivan la obligación de comunicar la existencia de una concentración a fin de activar un expediente de investigación²⁵. Estos supuestos deben completarse con las precisiones del RDDC que, entre otras cosas, precisa cómo debe efectuarse el cálculo de la cuota de mercado.

Todo esto sin perjuicio de la competencia que la Comisión Europea tiene atribuida en el Reglamento de concentraciones para conocer de aquellas concentraciones de dimensión comunitaria, como veremos posteriormente.

Dado que no contamos en el presente caso con los datos suficientes como para conocer si la adquisición por parte de HighCommander o EnergySoluciones a Peyaco hubiera producido una concentración económica en el sector de la energía, haremos la presunción de que así habría sido, para poder estudiar los requisitos que deberían haber cumplido a fin de que la OPA prosperara y fuera válida.

El primer supuesto que debemos diferenciar es el alcance de esta concentración. En caso de que esta concentración entre empresas fuera idónea para generar una concentración

²⁵ Algunos de ellos son: que, a propósito de la concentración, las empresas controlen una cuota igual o superior al 30 por ciento del mercado relevante del producto, que el volumen de negocios global en España del conjunto de las empresas supere en el último ejercicio 240 millones de euros, etc.

comunitaria -esto es, con efectos en el mercado eléctrico más allá de un Estado miembro-, deberíamos seguir las precisiones del Reglamento de concentraciones. Por el contrario, si la concentración se produjera únicamente en nuestro mercado, las precisiones que debemos seguir son las de la LDC y las del RDDC.

Comenzando con las concentraciones estatales, según el artículo 9 LDC, en cuanto una sociedad tenga constancia de que una operación podría suponer una concentración en un mercado concreto está obligado a notificarlo a la Comisión Nacional de Competencia (en adelante, CNC) -actualmente la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (en adelante, CNMC)-²⁶.

Concretamente, los sujetos obligados a notificar son:

- a) Conjuntamente las partes que intervengan en una fusión, en la creación de una empresa en participación o en la adquisición del control conjunto sobre la totalidad o parte de una o varias empresas.
- b) Individualmente, la parte que adquiera el control exclusivo sobre la totalidad o parte de una o varias empresas.

En caso de que no hubieran notificado, será la CNC, específicamente la Dirección de Investigación quien requerirá de oficio la notificación de una concentración, a tenor del artículo 35.f) LDC.

Una vez el expediente ha sido abierto, la CNMC valorará las concentraciones económicas atendiendo a los supuestos recogidos en el artículo 10²⁷.

La CNC, a tenor del artículo 24.b) LDC) será el encargado para la instrucción, resolución y arbitraje para el control de concentraciones económicas, en concreto la Dirección de Investigación formará el expediente y elaborará un acuerdo y el Consejo de la CNC dictará la resolución en primera fase en un plazo de un mes, según los artículos 34, 36 y 56 LDC.

En esta resolución, tal y como expresa el artículo 57 LDC el Consejo de la CNC podrá: (i) autorizar la concentración, (ii) subordinarla al cumplimiento de determinados compromisos, (iii) iniciar la segunda fase del procedimiento si considera que la concentración efectivamente obstaculiza el mantenimiento de la libre competencia o (iv) remitirlo a la Comisión si considera que la concentración tiene dimensión comunitaria, en los términos del Reglamento de concentraciones.

En caso de que decidan el inicio de la segunda fase del procedimiento, nos dice el artículo 58 que intervendrán, en primer lugar, el Consejo de Consumidores y Usuarios exponiendo sus alegaciones sobre las personas físicas o jurídicas que puedan resultar afectadas por la concentración, en segundo lugar, la Comunidad Autónoma afectada, en caso de que pueda incidir significativamente en un territorio concreto de esa comunidad. Posteriormente, la Dirección recogerá en sus conclusiones los obstáculos que se puedan generar, concluyendo la segunda fase con una vista ante el Consejo de la CNC, que podrá decidir: (i) autorizar la operación, (ii) subordinarla al cumplimiento de una serie de compromisos,

²⁶ A lo largo del epígrafe aludiremos a que las notificaciones deben efectuarse a la CNC, a tal efecto y como comentaremos posteriormente, desde 2007 este organismo se encuentra incardinado en la CNMC.

²⁷ Estructura de los mercados, posición en tales mercados de las empresas, existencia de barreras para el acceso a dichos mercados, evolución de la oferta y demanda de los productos y servicios, etc.

(iii) prohibir la concentración, (iv) archivar la causa. La decisión en esta segunda fase deberá ser dictada y notificada en el plazo de dos meses, a tenor del artículo 38.2.b) LDC.

En caso de que el Consejo de la CNC decida prohibir o sujetar a condiciones una concentración, no se pondrá fin a la vía administrativa: (i) hasta que el Ministerio de Economía y Hacienda haya resuelto no elevar la concentración al Consejo de Ministros o (ii) hasta que se haya decidido elevarla al Consejo de Ministros y este haya confirmado la resolución del Consejo de la CNC o haya transcurrido el plazo legal; el plazo con el que cuenta el Ministerio para decidir es de quince días, a tenor del artículo 36.3 LDC.

En este sentido, el Consejo de Ministros podrá confirmar, prohibir o sujetar a condiciones la concentración, independientemente de cuál haya sido el criterio acordado por la CNC en el plazo de un mes desde la resolución del Ministerio de Economía y Hacienda.

A estos efectos, nos dice el artículo 38 que el silencio administrativo para la primera y segunda fase tendrá el carácter de silencio positivo. Sin embargo, el silencio por parte del Consejo de Ministros, según el artículo 60 LDC, se entenderá como que este ha subordinado la autorización a los compromisos previstos anteriormente o que, por el contrario, la ha prohibido, procediendo la CNC a la incoación de las medidas procedentes²⁸.

La consecuencia de la prohibición de una concentración podrá conllevar una serie de multas coercitivas, previstas en el artículo 67 LDC. Estas multas podrán ser de hasta 12.000 euros al día con el objetivo de obligar a cesar en la conducta prohibida o a deshacer la concentración prohibida.

Las decisiones de la CNC serán recurribles ante la sala de lo contencioso-administrativo de la Audiencia Nacional, a tenor de la disposición adicional cuarta punto tercero de la *Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-administrativa*.

Habiendo analizado las concentraciones estatales, nos centramos ahora en el procedimiento que debe seguirse en caso de que la concentración tuviera efectos comunitarios. La definición de concentración observamos que es la misma que realiza la legislación española, ya que la LDC se reforma a propósito del Reglamento de concentraciones para incluir las previsiones del mismo.

Por otra parte, a tenor del artículo 2 del Reglamento de concentraciones:

Una concentración tendrá dimensión comunitaria cuando: a) el volumen de negocios total a escala mundial realizado por el conjunto de las empresas afectadas supere los 5000 millones de euros, y b) el volumen de negocios total a escala comunitaria realizado individualmente por al menos dos de las empresas afectadas por la concentración supere los 250 millones de euros, salvo que cada una de las empresas afectadas realice más de dos tercios de su volumen de negocios total comunitario en un mismo Estado miembro.

El órgano encargado de llevar a cabo el procedimiento de investigación sobre si una concentración debe prohibirse o no es la Comisión, que recibirá el expediente sobre una concentración de escala comunitaria por parte del Consejo de la CNC, a tenor del artículo 34 LDC.

²⁸ Conviene recordar que, cuando una concentración no es comunicada por parte de las sociedades afectadas, sino que es la CNC quien requiere de oficio la notificación, los silencios no tendrán la consideración de positivos, sino que todos serán considerados silencios negativos, *ex* artículo 9 LDC.

Una vez reciba la información, nos dice el artículo 6 del Reglamento de concentraciones que la Comisión examinará la información a fin de concluir si la concentración entra en el ámbito de aplicación del Reglamento o no, notificándolo mediante decisión. Si considera que no entra en el ámbito de aplicación de la norma o si, pese a entrar en el ámbito de aplicación no presenta serias dudas en cuanto a su compatibilidad con el mercado común, decidirá no oponerse a la misma y declararla compatible con el mercado común.

Sin embargo, si considerara que entra en el ámbito de aplicación de la norma y plantee serias dudas decidirá incoar el procedimiento. En este procedimiento podrá declarar la concentración incompatible con el mercado común o, por el contrario, permitirla (con o sin compromisos a efectuar por parte de las sociedades afectadas). Si la declarara contraria al mercado común, la comisión podrá exigir a las empresas la disolución de la concentración o cualquier otra medida adecuada para restablecer la libre competencia en los mercados, a tenor del artículo 8 del Reglamento de concentraciones.

A estos efectos, nos dice el artículo 16 del Reglamento de concentraciones que el Tribunal de Justicia de la Unión Europea tendrá competencia jurisdiccional sobre los recursos interpuestos contra las decisiones en las que la Comisión haya interpuesto una multa sancionadora o coercitiva.

Respecto a lo que sucede en el Reino Unido, el organismo competente es el anteriormente mencionado CMA, que sería una mezcla de nuestra CNMV y CNMC, en donde se observa si la oferta ha cumplido, en primer lugar, con la regulación de *The Panel* y con las previsiones de derecho de la competencia que se exigen desde la UE, así como los exigidos por el *Competition Act 1998* y el *Fair Trading Act 1973*; en particular, deberán demostrar que no reducen la competición en el mercado concreto y que no atentan contra el interés general.

VIII.2. Supervisión estatal e institucional en España y en el Reino Unido

Por tanto, como podemos ver por lo expresado a lo largo del trabajo, las Ofertas Públicas de Adquisición cuentan con una triple o incluso cuádruple supervisión.

La primera supervisión se produce en el seno de la CNMV que es quien, de acuerdo con la LMV debe aprobar la operación para que siga el cauce establecido en la normativa.

Esa sería la supervisión desde el punto de vista del mercado de valores. El resto de supervisiones que se llevan a cabo se realizan desde el punto de vista del derecho de la competencia.

Antiguamente, el órgano que supervisaba y controlaba las concentraciones entre empresas de sectores estratégicos, tales como telecomunicaciones, gas natural, electricidad, etc. era la Comisión Nacional de la Energía (en adelante, CNE), quien, tras examinar los caracteres de la oferta, ponía en conocimiento del Servicio de Defensa de la Competencia si consideraba que la operación podía suponer una concentración, y este servicio proponía al Ministerio de Economía y Hacienda la remisión de la operación al Tribunal de Defensa de la Competencia para su informe. Este procedimiento, que solo podía iniciarse *ex officio* por parte de la Administración Pública la sociedad que pretendiera la toma de control solo podía iniciar la oferta y esperar a que los organismos pertinentes se pronunciaran.

A lo largo de los años se ha ido reformando, introduciendo en 2007 la CNC a la que se le atribuían las antiguas competencias del Tribunal de Defensa de la Competencia. Ante la

existencia de numerosos organismos reguladores de los mercados²⁹, el Parlamento decidió en 2013 unificar todos esos organismos en la CNMC para, según ellos, evitar duplicidades innecesarias y aumentar la seguridad jurídica.

En este sentido, es la CNMC quien, en la actualidad, realiza las labores de supervisión y control antes encomendadas a la CNE y al Tribunal de Defensa de la Competencia.

Dado que la CNMC es un organismo independiente del Gobierno, debemos distinguir la labor de supervisión que este realiza frente a la que realiza el propio ejecutivo. Como hemos visto, tras la apertura de la segunda fase del expediente, el Ministerio de Economía y Hacienda y el Consejo de Ministros serán parte del procedimiento, debiendo pronunciarse sobre la idoneidad de la concentración y sus efectos para el mercado.

En lo que respecta al Reino Unido y remitiéndonos a lo ya dicho, será el CMA junto con *The Panel* los organismos independientes que observen que se han cumplido todas las previsiones legales -ya sea en materia de OPAS, o en materia de competencia-.

VIII.3. Conclusiones

Por lo tanto, debemos concluir que en el presente caso no se dan suficientes datos como para saber con exactitud si cualquiera de las operaciones podría generar una concentración en el sector energético. Sin embargo, y haciendo la presunción de que así sería, debemos distinguir entre la supervisión estatal y la europea.

El primero de los procedimientos de supervisión surgirá en caso de que la concentración tenga simplemente dimensión estatal, siendo la CNMC, el Ministerio de Economía y Hacienda y el Consejo de Ministros los encargados de valorar si la concentración supone una grave alteración de la libre competencia. En caso de que la oferta fuera prohibida, podrían imponerse una serie de multas que podrían llegar incluso a deshacer la concentración realizada por las sociedades.

El segundo de los procedimientos se activaría en caso de que la concentración tuviera dimensión comunitaria, en cuyo caso la Comisión abrirá un expediente para conocer si produce una alteración de la competencia en el mercado común. De ser así, se impondrían unas multas coercitivas o sancionadoras en la línea de las existentes en la regulación española.

Por su parte, en el Reino Unido, hasta el 1 de abril del 2014 las funciones de supervisión sobre operaciones que pudieran afectar al derecho de la competencia las asumía la *Competition Commission*, desde entonces, es el CMA el organismo observado, junto con *The Panel* de asegurar que una operación de adquisición cumpla con los requisitos exigidos por el derecho de la competencia para no alterar la libre competencia de los mercados.

CONSIDERACIONES FINALES

A modo de finalización, conviene realizar unas consideraciones finales que resuman de manera sucinta las conclusiones que pueden extraerse de la resolución de las distintas cuestiones del trabajo.

²⁹ Tales como: la Comisión Nacional de Energía, (CNE), la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones (CMT), el Comité de Regulación Ferroviaria (CRF), el Consejo Estatal de Medios Audiovisuales (CEMA), la Comisión Nacional del Sector Postal (CNSP) y la Comisión de Regulación Económica Aeroportuaria (CREA).

Como podemos ver, las Ofertas Públicas de Adquisición se incardinan en las operaciones conocidas como *tomas de control*, que consisten en la adquisición de una serie de valores para controlar una sociedad –parcial o totalmente-. Estas operaciones resultan muy complejas desde diferentes puntos de vista: derecho de sociedades, regulación de valores y Bolsa, derecho de la competencia, derecho de la Unión Europea, derecho contractual, etc. Habiendo sentado eso, nos centraremos en dar una respuesta a las cuestiones planteadas en el supuesto de hecho.

I. En primer lugar, tras analizar la regulación de OPAS en nuestro país -recogida en el RDOPAS y legislación complementaria-, así como los deberes de los administradores en el seno del órgano de administración y en el transcurso de una OPA, debemos concluir que los administradores no cuentan con un deber legal de comunicar una OPA. Su único deber en el transcurso de una OPA es el de realizar un informe a efectos de que los accionistas cuenten con toda la información necesaria para tomar una decisión formada sobre la OPA.

Esto deviene, en primer lugar, de las características de las OPAS, que tienen como carácter diferencial el eludir, en todo momento, la necesidad de aprobación y supervisión del órgano de administración. Además, atendiendo al procedimiento de OPA, podemos ver que esta resulta pública desde el primer momento, dado que la empresa opante debe solicitar su aceptación ante la CNMV para poder efectuarla. Por lo tanto, los administradores de Peyaco no infringieron sus deberes por no comunicar la OPA a sus accionistas dado que estos últimos debieron preocuparse de conocer la existencia de esta oferta por los cauces legales estipulados.

Todas estas consideraciones respecto a los deberes de los administradores en materia de comunicación de OPAS son aplicables al Reino Unido también, con la única diferencia de que en el Reino Unido la comunicación al CMA -la homónima de la CNMV- es voluntaria, no obligatoria como en nuestro país, por lo que, en caso de que la legislación aplicable fuera la anglosajona, los administradores de Peyaco tampoco tendrían ningún tipo de responsabilidad por no haber comunicado la OPA.

II. En segundo lugar, la regulación nos enseña que el umbral necesario para que concurra la obligación de formular una OPA se sitúa en el 30%, ya sea mediante el derecho de voto o mediante los derechos de nombramiento de consejeros, de manera directa o indirecta, o mediante una OPA de adquisición o de concentración. Por lo tanto, todas las ofertas que encontramos en este caso tendrán la consideración de voluntarias, con las particularidades que hemos destacado. A tal efecto, la adquisición de un 20% por parte de EnergyMotors no hará surgir la obligación de formular una OPA.

Por otra parte, la actuación de EnergyMotors junto a HighCommander tiene la consideración de *actuación concertada* y, a efectos de nuestra legislación, los valores que ambos tengan en una sociedad computan de manera conjunta. Por lo tanto, no sería necesaria la venta de acciones de EnergyMotors a HighCommander, dado que ya se presume que actúan concertadamente. Sin embargo, en caso de producirse, la misma sería una simple compraventa de acciones, sin más limitaciones que las que ley establezca para estos contratos.

Estas conclusiones deben extrapolarse al caso de que la sociedad estuviera situada en territorio anglosajón. En primer lugar, el umbral se sitúa también en un 30%, por lo que las OPAS tendrían la consideración de voluntarias, no surgiendo obligación legal para EnergyMotors en el momento en que adquieren un 20% de acciones en Peyaco. Además, y dado que las actuaciones concertadas o *acting in concert* se hubieran producido en el

país inglés, las consecuencias serían las mismas: permisividad de este tipo de prácticas y cómputo conjunto de votos.

III. En tercer lugar, atendiendo a la responsabilidad que los administradores de Peyaco tendrían por haber acordado recibir un 5% de la OPA total de HighCommander, vemos que la responsabilidad no sería la misma si la OPA se hubiera llevado a cabo o si, por el contrario, no se llevara a cabo. Por una parte, en caso de que la OPA no se lleve a cabo sí procedería una acción social de responsabilidad por haber incluido los administradores sus deberes fiduciarios, además de una eventual responsabilidad penal en grado de tentativa. Por otra parte, en caso de que sí se lleve a cabo, esa acción social no procedería, quedando disponible la acción individual de cada socio y la acción por responsabilidad penal de los administradores, esta vez por un acto de administración desleal consumado.

En lo que respecta al Reino Unido, como vemos, también sería diferente la responsabilidad en caso de que la OPA se produjera o no, ya que, si no llegaron a percibir los beneficios, no puede imponerse una medida tendente a que devuelvan los mismos; pero sí podría pedirse una serie de indemnizaciones por daños causados a la sociedad, así como su eventual relevo de la posición de administrador. Mientras que, por otra parte, en caso de que la OPA se hubiera producido y hubieran percibido la cantidad acordada, sí que procedería una restitución de los beneficios ilegalmente obtenidos.

IV. Por otra parte, en lo que respecta a las medidas defensivas que los administradores podrían haber propuesto para evitar la OPA hostil de HighCommander, encontramos dos grandes tipos: en primer lugar, las medidas preventivas, entre las que destacan la restricción a la transmisibilidad de las acciones o restricciones de voto y los *shark repellent* en sus dos modalidades: el consejo de administración escalonado y las supermayorías. En segundo lugar, encontramos las medidas defensivas, entre las que encontramos: la imposición de acciones ante los Tribunales, las píldoras envenenadas, los *Golden parachute*, la doctrina *Pac-man*, la *merger of equals*, la técnica del caballero blanco, etc. Finalmente, los administradores decidieron utilizar la medida del caballero blanco o *white knight*, que resulta una de las medidas más efectivas a la hora de evitar una adquisición.

Debido a que estas medidas las han exportado de los sistemas del *common law* - fundamentalmente de Estados Unidos-, la respuesta es igual de válida desde el punto de vista del derecho inglés que desde el derecho español.

V. En otro sentido, vemos que los compromisos firmados por EnergySoluciones cuando firma la OPA con Peyaco tienen la consideración de cláusulas contractuales y que, por tanto, tienen fuerza de ley entre las partes. Sabiendo esto, EnergySoluciones está obligado a cumplir todos los pactos estipulados si no quiere que los accionistas de Peyaco activen alguna de las acciones por incumplimiento contractual. Además, debemos entender que la junta general consiente los mismos al haber aceptado el folleto de OPA que emiten los administradores y que, por tanto, solo el pacto por el que acuerdan transmitir acciones a los socios de Peyaco requerirá un acuerdo posterior en junta general debido a que exige un aumento de capital para la emisión de acciones.

VI. En relación al pacto parasocial que los administradores de Peyaco contraen con los administradores de EnergySoluciones, después de considerar detenidamente lo que jurisprudencia y doctrina expresan al respecto, debemos considerar que el pacto es nulo, debido esto al hecho de que un pacto de sindicación para el órgano de administración o sindicato implica alterar las competencias atribuidas a la junta general –único órgano que

legalmente puede designar miembros del órgano de administración-, así como una infracción de sus deberes, en especial del deber de lealtad.

VII. Atendiendo a la última de las cuestiones, observamos que no contamos con los datos suficientes como para aseverar que la concentración que se hubiera producido, bien tras la adquisición de HighCommander, o bien tras la adquisición de EnergySoluciones, resultarían perjudiciales para el derecho de competencia y para el mercado energético.

En este sentido, y haciendo una ficción de que en efecto así fuera, observamos que existen dos tipos de procesos de supervisión: en primer lugar, el estatal y, en segundo lugar, el comunitario. Dependiendo de cuál hubieran debido seguir las empresas afectadas, la supervisión sería a cargo de la Comisión Europea (si la supervisión fuera comunitaria), o bien a cargo de la CNMC, el Ministerio de Economía y Hacienda y el Consejo de Ministros (en caso de que fuera estatal).

Si entendemos que, tras esos procesos, las instituciones pertinentes han dictaminado que la concentración puede ser aprobada, las sociedades opantes y Peyaco no tendrían ningún tipo de responsabilidad desde el punto de vista del derecho de la competencia. Si, por el contrario, la concentración fuera prohibida, podrían imponerse una serie de multas coercitivas o sancionadoras.

Estas precisiones deben también extenderse al Reino Unido, país en el que el órgano encargado de velar por el cumplimiento del derecho de la competencia es el CMA.

Finalmente, queda probado que las OPAS son una de las operaciones más complejas que se puede dar en el mundo societario, desde un punto de vista técnico y societario. Haber dado respuesta a una serie de cuestiones al respecto de las mismas nos servirá para en un futuro conocer mejor qué debemos entender hoy en día por Oferta Pública de Adquisición.

BIBLIOGRAFIA

MONOGRAFÍAS

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1999). *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras estudios sobre OPAS*. Madrid: Civitas.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (2002). *Limitación del voto, actuación concertada y ofertas condicionales estudios sobre OPAS*. Madrid: Civitas.

GUAYO CASTIELLA, I. Del (2006). *Competencia y regulación: un análisis de la OPA de Gas Natural sobre Endesa*. Paracuellos del Jarama: Dilex.

HERNANDO CEBRIÁ, L. (2009). *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales: La Regla del -buen- juicio empresarial*. Madrid: Marcial Pons.

HOPT, K.J. (2010). *Estudios de derecho de sociedades y del mercado de valores*. Madrid: Marcial Pons.

MARTINEZ ROSADO, J. (2017). *Los pactos parasociales*. Madrid: Marcial Pons.

MAYSON, S. (2011). *Mayson, French & Ryan on company law: 2017-2018 edition*. 34th ed. Oxford: University

Memento Práctico Francis Lefebvre. Sociedades mercantiles 2011. Madrid: Francis Lefebvre.

ORIO LLEBOT MAJO, J. (1996). *Los deberes de los administradores de la sociedad anónima.* Madrid: Civitas.

OTEGUI JÁUREGUI, K. (2018). *Los conflictos permanentes de interés entre el administrador y la sociedad.* Madrid: Marcial Pons.

VARELA VARAS A. y JUSTE MENCÍA J. (2004). La adquisición de sociedades cotizadas. En ÁLVAREZ ARJONA J.M. y CARRASCO PERERA A. (dir.). *Fusiones y Adquisiciones de Empresas.* Elcano: Aranzadi.

ARTÍCULOS Y OTRA DOCUMENTACIÓN

A Guide to Takeovers in the United Kingdom. *Slaughter and May* [en línea] [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en: <https://www.slaughterandmay.com/media/39320/a-guide-to-takeovers-in-the-united-kingdom.pdf>

Comparativa del umbral de voto necesario para que surja la obligación legal de formular una OPA [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_20.pdf

Definición de OPA extraída de la página web de la CNMV [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/OPAS.aspx>

Gas Natural compra Unión Fenosa. *El País* [en línea] [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en https://elpais.com/diario/2008/07/31/economia/1217455201_850215.html

Golden parachutes. *Investopedia* [en línea] [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.investopedia.com/terms/g/goldenparachute.asp>

La CNMV autoriza la OPA de Gas Natural sobre Unión Fenosa. *Cinco Días* [en línea] [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en https://cincodias.elpais.com/cincodias/2009/03/18/empresas/1237546755_850215.html

OPAS autorizadas sobre Endesa. *CNMV* [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.cnmv.es/portal/Consultas/Folletos/ListaOPAS.aspx?nif=A-28023430>

Orange completa la compra del 100% de Jazztel. *Expansión* [en línea] [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en <http://www.expansion.com/empresas/tecnologia/2015/08/18/55d33db422601d15318b458f.html>

Pac-man defense. *Corporate finance institute* [en línea] [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/pac-man-defense-hostile-tekeover/>

PALÁ LAGUNA, Reyes, 2019. Anteproyecto de Ley de 24 de mayo del 2019 por el que se adapta el Derecho español a la Directiva (UE) 2017/828 respecto al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas de la sociedad cotizada. *Gomez Acebo & Pombo* [en línea]. Pp. 1-7 [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.ga-p.com/wp-content/uploads/2019/05/Anteproyecto-de-Ley-de-24-de-mayo-del-2019-por-el-que-se-adapta-el-Derecho-espa%C3%B1ol-a-la-Directiva-UE-2017-828.pdf>

PAZ-ARES, Cándido, 2003. El *enforcement* de los pactos parasociales. *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez* [en línea]. No. 5/2003, pp. 19-43 [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en:

<https://www.uria.com/documentos/publicaciones/1052/documento/03candido.pdf>

Qué es la CNMC. *Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia* [en línea] [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.cnmc.es/sobre-la-cnmc/que-es-la-cnmc>

Regulatory information service. *The Takeover Panel* [en línea] [consulta: 29 de mayo de 2019]. Disponible en <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/disclosure/regulatory-information-services-riss>

Remedies for breach of contract. *Thomson Reuters* [en línea] [consulta: 20 de junio de 2019]. Disponible en: [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-101-0603?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/7-101-0603?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&comp=pluk&bhcp=1)

Sociedad de Bolsas. *Bolsas y Mercados españoles* [en línea] [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en <http://www.bmerv.es/esp/SBolsas/Sbolsas.aspx>

Sociedades Rectoras de Bolsa. *Bolsas y Mercados españoles* [en línea] [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.bolsasymercados.es/esp/Sobre-BME/Sociedades>

The Panel. *The Takeover Panel* [en línea] [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/>

ZUNZUNEGUI F., 2006. La suspensión de la opa de Gas Natural sobre Endesa y los intereses en juego. *Revista de Derecho del Mercado Financiero* [en línea] pp. 1-6 [consulta: 22 de junio de 2019]. Disponible en <http://www.rdmf.es/wp-content/uploads/2016/09/la-suspension-de-la-opa-de-gas-natural-sobre-endesa.pdf>

REPERTORIO NORMATIVO

NORMATIVA ESPAÑOLA

Circular 8/2008, de 10 de diciembre, de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos a los que deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores [consulta: 21 de mayo de 2019]. Disponible en: https://www.cnmv.es/DocPortal/legislacion/circulares/8_08.pdf

Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/doc.php?id=BOE-A-2007-12946>

Ley 29/1998, de 13 de julio, reguladora de la Jurisdicción Contencioso-administrativa [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1998-16718>

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1995-25444>

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2007-14483>

Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia.

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil [consulta: 21 de mayo de 2019]. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-1889-4763>

Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2015-11435>

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.boe.es/buscar/act.php?id=BOE-A-2010-10544>

NORMATIVA DEL REINO UNIDO

Bribery Act 2010 [consulta: 17 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2010/23/contents>

Companies Act 2006 [consulta: 11 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/2006/46/contents>

Competition Act 1998 [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.legislation.gov.uk/ukpga/1998/41/contents>

Fair Trading Act 1973 [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <http://www.legislation.gov.uk/ukpga/1973/41/contents>

The City Code on Takeovers and Mergers [consulta: 19 de junio de 2019]. Disponible en: <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=1Apr2019>

The Competition and Markets Authority. [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <https://www.gov.uk/government/organisations/competition-and-markets-authority>

NORMATIVA DE LA UNIÓN EUROPEA

Reglamento (CE) 139/2004 del Consejo de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas. [consulta: 21 de junio de 2019]. Disponible en <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/TXT/PDF/?uri=CELEX:32004R0139&from=es>

REPERTORIO JURISPRUDENCIAL

JURISPRUDENCIA ESPAÑOLA

Audiencia Provincial de Madrid. Sentencia núm. 11813/2007 de 13 de septiembre de 2007 (ECLI: ES: APM: 2007:11813)

Audiencia Provincial de Pontevedra. Sentencia núm. 173/2008 de 24 de enero de 2008 (ECLI: ES: APPO: 2008:173)

Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso). Auto núm. 11192/2006 de 28 de abril de 2006 (ECLI: ES: TS: 2006:11194A)

Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso). Auto núm. 11194/2006 de 6 de junio de 2006 (ECLI: ES: TS: 2006:11192A)

Tribunal Supremo (Sala de lo Civil) Sentencia núm. 941/2009 de 6 de marzo de 2009 (ECLI: ES: TS: 2009:941)

Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm, 2396/2008 de 16 de mayo de 2008 (ECLI:ES: TS: 2008:2396)

Tribunal Supremo (Sala de lo Contencioso). Sentencia núm. 3052/2015 de 10 de julio de 2015 (ECLI:ES: TS: 2015:3052)

JURISPRUDENCIA DEL REINO UNIDO

Aberdeen Rly Co v Blaikie Bros (1854) UKHL 1. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

Bentinck v Fenn (1887) 12 App Cas 652. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

Fulham Football Club v Cabra Estates plc [1994] 1 BCLC 363. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

Hadley v Baxendale 156 E.R. 145. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

J J Harrison (Properties) Ltd v Harrison [2001] EWCA Civ 1295. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

Mothew v Bristol and West Building Society v Mothew [1998] EWCA Civ 533, Ch 1. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

Premier Waste Management Ltd v Towers [2012] 1 BCLC 67. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

Re Barings plc (No 5) [2000] 1 BCLC 523. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

Re Brian D Pierson (Contractors) Ltd [1999] BCC 26. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

Re Smith and Fawcett Ltd [1942] Ch 304. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

Regal (Hastings) Ltd v Gulliver [1942] UKHL 1. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>

Spackman v Evans (1868) LR 3 HL 171. Disponible con suscripción en Westlaw UK: <https://login.westlaw.co.uk/maf/app/authentication/signon>