



UNIVERSIDADE DA CORUÑA

TRABAJO DE FIN DE GRADO

GRADO EN DERECHO

**PROPUESTA DE OPA HOSTIL
PROPOSTA DE OPA HOSTIL
HOSTILE TAKEOVER OFFER**

FACULTAD DE DERECHO

Curso 2018/2019

Autora: Noelia Barranco Mañanet

Tutora: Profa. María Pilar Álvarez Barbeito

ÍNDICE

1. ABREVIATURAS	4
2. SUPUESTO DE HECHO	5
3. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN: consideraciones introductorias ...	7
3.1. Concepto	7
3.2. Regulación	7
3.3. Fundamento	8
3.4. Tipos	8
3.5. Procedimiento	9
4. ¿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?.....	10
4.1. Comunicación de la primera OPA.....	10
4.1.1. Informe del órgano de administración.....	10
4.1.2. Transparencia.....	11
4.2. Deber de cuidado, buena fe y lealtad de los administradores.....	11
4.3. Derecho comparado	12
4.4. Conclusiones.....	13
5. 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?	15
5.1. Obligación de formular una OPA	15
5.1.1. Umbrales de la OPA obligatoria.....	15
5.1.2. Otras modalidades obligatorias	16
5.2. Validez de la compra encubierta	17
5.3. Posibilidad de venta posterior.....	18
5.4. Derecho comparado	19
5.5. Conclusiones.....	19
6. 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?	21
6.1. Responsabilidades de los administradores	21
6.2. Derecho comparado	24
6.3. Conclusiones.....	25

7. ¿Qué otras soluciones podrían haber propuesto los administradores de Peyaco aparte de aceptar la adquisición por parte de la sociedad EnergySoluciones?.....	26
7.1. Medidas anti-OPA	26
7.1.1. Medidas preventivas	27
7.1.2. Medidas defensivas.....	28
7.2. Neutralización de las medidas	28
7.3. Derecho comparado	30
7.4. Conclusiones.....	31
8. 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?	33
8.1. La no deslocalización de la empresa durante un período de 15 años	33
8.2. 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	34
8.3. El mantenimiento de la marca Peyaco durante 10 años	34
8.4. El reparto entre los accionistas de Peyaco de un 15 % del total de las acciones de EnergySoluciones	35
8.5. La no emisión de nuevos valores de la sociedad ni el aumento del capital de la sociedad por un plazo de 10 años	36
9. ¿Está vinculada EnergySoluciones por el pacto parasocial contraído por sus administradores?.....	37
9.1. Los pactos parasociales	37
9.2. Derecho comparado	38
9.3. Conclusiones.....	39
10. ¿Se han respetado las normas de defensa de la competencia en esta operación de concentración empresarial?	40
10.1. Concentración empresarial y normas de defensa de la competencia.....	40
10.2. Derecho comparado	41
10.3. Notificaciones	41
10.4. Conclusiones.....	43
11. CONCLUSIONES FINALES	44
12. BIBLIOGRAFÍA	47
12. ANEXOS	50

1. ABREVIATURAS

AMF	Autoridad de los Mercados Financieros de Francia
BOE	Boletín Oficial del Estado
BORME	Boletín Oficial del Registro Mercantil
CA 2006	<i>Companies Act 2006</i>
CC	Código Civil
CdC	Código de Comercio
CNMC	Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
CP	Código Penal
DO	Diario Oficial de la Unión Europea
DGRN	Dirección General de Registros Notariales
ET	Estatuto de los Trabajadores
EUMR	<i>European Union Merger Regulation</i>
LDC	Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia
LMV	Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores
LSC	Ley de Sociedades de Capital
LVMH	Louis Vuitton Moët-Hennessy
OPA	Oferta Pública de Adquisición
RDC	Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia
RD OPA	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores
RM	Registro Mercantil
S.A.	Sociedad Anónima
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
STC	Sentencia del Tribunal Constitucional
STG	Sentencia del Tribunal General de la Unión Europea
STJUE	Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea
STPI	Sentencia del Tribunal de Primera Instancia
STS	Sentencia del Tribunal Supremo
TFUE	Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea
UE	Unión Europea

2. SUPUESTO DE HECHO

La sociedad anónima española Peyaco, S.A., líder del sector energético, cuenta con un capital social de 15.750.000 € (quince mil setecientos cincuenta 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 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.

3. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN: consideraciones introductorias

3.1. Concepto

La Comisión Nacional del Mercado de Valores (en adelante, CNMV), como autoridad supervisora en esta materia, pone a disposición del inversor una ficha informativa¹ sobre las ofertas públicas de adquisición (en adelante, OPAs –admitido por la Real Academia Española–; *takeover offer*, en inglés), en la que dichas operaciones se definen como “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).”

Por lo tanto, dentro de los mercados secundarios de valores, las OPAs son ofertas dirigidas a todos los accionistas de una sociedad para adquirirlas en su totalidad o parcialmente. Una persona o empresa (el oferente) ofrece la adquisición de las acciones de una sociedad (opada) con el capital cotizado en bolsa a un precio superior al de mercado. En la práctica, se utilizan como medio para tomar el control de las sociedades lo cual conlleva que haya requisitos especiales de transparencia informativa.

3.2. Regulación

A raíz de los problemas que pudieran surgir si se diese una autorregulación en el ámbito de las OPAs, la mayor parte de países en la Unión Europea optan por una regulación pública y obligatoria que se basa tanto en el Derecho societario como en la normativa del Mercado de Valores. Las OPAs están reguladas por medio de Directivas comunitarias y por legislación nacional.

Teniendo en cuenta lo anterior, las normas aplicables en España son:

- Directiva 2004/25/CE² (en adelante, Directiva OPAs).
- Ley 6/2007³ (en adelante, LMV).
- Real Decreto 1066/2007⁴ (en adelante, RD OPA).
- Circular 8/2008⁵.

Han de tenerse en cuenta también para el presente caso:

- Reglamento 139/2004⁶.
- Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia (en adelante, LDC).

¹ Vid. Anexo I del presente trabajo.

² Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición.

³ Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición (artículos 128 a 137).

⁴ Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

⁵ 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.

⁶ Reglamento 139/2004/CE del Consejo, de 20 de enero de 2014, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

- Reglamento de Defensa de la Competencia⁷ (en adelante, RDC).
- Ley de Sociedades de Capital⁸ (en adelante, LSC).

3.3. Fundamento

La finalidad de esta normativa es controlar cómo se producen los cambios en la dirección de una empresa a través de la adquisición por el oferente de valores que otorguen derechos políticos dentro de la sociedad opada. Pueden existir motivos específicos para ello, como puede ser la reducción de la competencia en el sector, ya que, en muchas ocasiones, son empresas competidoras entre sí.

Las OPAs han de guiarse por el principio de igualdad de trato de los accionistas, es decir, asegurando que todos reciban el mismo precio por sus acciones, dirigiéndose la oferta a todos ellos. Dicho principio trata de evitar que el oferente negocie con mejores condiciones solamente con los accionistas mayoritarios para así poder tener el control de la sociedad, lo que provocaría que se dejase fuera de la oferta al resto de accionistas.

3.4. Tipos

Partiendo de lo anterior, varios son los tipos de OPAs que pueden plantearse atendiendo a su finalidad y sus características, que siempre han de ser sociedades que tengan su capital admitido a negociación en Bolsa. El RD OPA regula dos tipos generales: las OPAs por toma de control y las OPAs voluntarias.

En cuanto a las primeras, la legislación que las regula establece ciertos supuestos en los que es obligatorio para el oferente lanzar una OPA, como cuando se adquiere una participación significativa de su capital y se debe dirigir la oferta al total de acciones con derecho a voto a precio equitativo⁹. Son las llamadas OPAs obligatorias según el art. 3 RD OPA. Dentro de estas OPAs obligatorias se incluyen las OPAs por exclusión negociación en Bolsa (art. 10 RD OPA), y de reducción del capital para amortizar acciones propias (art. 12 RD OPA). Además, pueden distinguirse unos sub-tipos: las OPAs por adquisición, por concertación y las indirectas o sobrevenidas¹⁰. Por su parte, en las OPAs voluntarias (art. 13 RD OPA) el oferente puede establecer condiciones a cambio, y no hay requisitos legales de precio o porcentaje de acciones. Pueden ser ofertas parciales, al contrario que en las obligatorias.

Bien es cierto que la CNMV en la ficha del inversor también distingue:

- Las OPAs competidoras: cuando la oferta afecta a valores sobre los que ya se ha presentado otra OPA cuyo plazo de aceptación aún no ha finalizado, por lo que con esta oferta se mejora la oferta inicial.

⁷ Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia.

⁸ Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.

⁹ Según el art. 9 RD OPA deben efectuarse con un precio o contraprestación no inferior al más elevado que el oferente o personas que actúen en concierto con él hubieran pagado/acordado los 12 meses anteriores al anuncio de la oferta.

¹⁰ SEBASTIÁN QUETGLAS, R.: *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, La Ley, Madrid, 2016, pp. 493 y ss.

- Las OPAs amistosas: cuando la oferta se presenta después de alcanzar un acuerdo entre la sociedad oferente y los accionistas significativos o el Consejo de Administración de la sociedad opada.
- Las OPAs hostiles: como ocurre en el presente caso, son las que se dan cuando no media un acuerdo previo entre la sociedad oferente y los accionistas significativos o el consejo de administración de la sociedad opada. En muchas ocasiones las realizan empresas que compiten en el mismo sector fijando un precio superior al de mercado para así forzar a los accionistas de la sociedad opada a aceptar la oferta.

Vistos los tipos, podemos apreciar que la OPA es una modalidad ventajosa para adquirir el control de una empresa, ya que puede producirse incluso con la oposición de quien la dirige, tal como ocurre en el caso de las OPAs hostiles.

3.5. Procedimiento

Atendiendo al procedimiento, varias son las fases que caben distinguir en el proceso de lanzamiento de una OPA, cuya regulación se recoge en los arts. 16 y ss. RD OPA: el anuncio previo de la oferta, la presentación de la oferta, se realiza el folleto explicativo por parte de la sociedad oferente, la CNMV autoriza la oferta que se publica en el Boletín Oficial del Registro Mercantil (BORME), en el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores que se trate, y en un periódico de difusión nacional. Esta debe ser aceptada por la sociedad opada dentro del plazo indicado (art. 23 RD OPA), y finalmente, si alcanza un resultado positivo, se liquida según el procedimiento establecido para ello (art. 37 RD OPA).

A continuación, se desarrollan las distintas cuestiones sobre el supuesto de hecho y se analizan 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.

4. ¿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?

4.1. Comunicación de la primera OPA

Como se aprecia en la explicación del caso, el órgano de administración de Peyaco, S.A. rechaza la oferta inicial de HighCommander alegando que afectaría a los derechos e intereses de los accionistas minoritarios por ser una empresa de mayor tamaño, por temor a la deslocalización, porque se realizó con desconocimiento por parte del órgano de administración y además sin respetar las previsiones en materia de defensa de la competencia. Por ello, decide no transmitir esta oferta a los demás accionistas.

4.1.1. Informe del órgano de administración¹¹

El art. 134.4 LMV, que desarrolla el art. 24 RD OPA, indica que “el órgano de administración de la sociedad afectada deberá redactar un informe detallado y motivado sobre la oferta pública de adquisición, que deberá contener sus observaciones a favor o en contra, y manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de estos y los miembros del órgano de administración de aquella, así como la opinión de éstos respecto de la oferta, y la intención de aceptar o no la oferta por aquéllos que sean titulares directos o indirectos de valores afectados.”

Dicho informe debe realizarse en un plazo de 10 días desde la comunicación de la oferta. En el caso de que sea negativo porque no existe acuerdo entre el oferente y los administradores de la sociedad afectada, estaremos ante una OPA hostil, tal como ocurre en el presente caso. La CNMV lo recibirá en ese mismo plazo y lo incorporará al expediente de la oferta pública, y dará traslado a la representación de los trabajadores de la sociedad opada.

Esta obligación se fundamenta en un principio recogido en la Directiva OPAs, que en su art. 3.1.b) establece que los titulares de valores de una sociedad afectada deben disponer de tiempo e información suficientes para tomar una decisión sobre la oferta con pleno conocimiento de causa. La Directiva asimismo exige al oferente elaborar y publicar un folleto informativo (art. 6), y al órgano de administración de la sociedad afectada un documento que contenga una valoración sobre la misma y sus posibles consecuencias para la sociedad (art. 9.5). Además, el órgano de administración presentará un dictamen relativo a las repercusiones de la aplicación de la oferta, el cual debe obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto y no denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta.

¹¹ *Vid.* como ejemplo el Anexo II del presente trabajo: Informe del órgano de administración de TecnoCom.

Las características y contenido del informe de los administradores se detallan en el art. 24 RD OPA:

- Comprenderá las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto, sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad.
- Se hará constar si algún miembro del órgano de administración tuviera algún conflicto de interés.
- Deben incorporarse las distintas opiniones de los miembros del órgano de administración que se encuentren en minoría.
- Se incluirán los valores de la sociedad oferente poseídos por la sociedad afectada, y los valores de la sociedad afectada poseídos o representados por los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, así como los que pudieran tener en la sociedad oferente.

Teniendo en cuenta lo anterior, el órgano de administración de la sociedad afectada debe elaborar un informe destinado a sus accionistas (art. 9.2 Directiva OPAs) en el plazo de 10 días naturales desde la recepción de la comunicación de la oferta. Se trata de una auténtica obligación aplicable a cualquier OPA, salvo en el caso de las OPAs por exclusión (art. 10.4 RD OPA), y que cobra más importancia en las OPAs hostiles para que la decisión tomada sea justificada.

4.1.2. Transparencia

En el ámbito de las sociedades cotizadas, se persigue proteger al inversor a través de la transparencia e intentando evitar los fraudes por mala información, por lo que se recoge un deber de transparencia en la LMV. Este deber de transparencia en este contexto se justifica en el derecho a tener un juicio fundado sobre la posibilidad de invertir o desinvertir, con lo cual, afecta a la toma de decisiones del accionista. Con ello lo que se está intentado es quitarle fuerza al órgano de administración en favor de la junta general de accionistas. En este sentido, las sociedades afectadas, al igual que todas las personas o entidades que promuevan una OPA o participen de forma directa o indirecta en ella, quedan sujetas al régimen de control (supervisión, inspección y sanción) de la LMV.

Así, desde el punto de vista del accionista, este debe disponer de la mayor información posible para así fundar su juicio de la forma más fiable y adecuada sobre la posible futura inversión. En la junta general de accionistas, la información que se da al accionista (por la LSC) está limitada a los asuntos incluidos en el “orden del día”, dentro de los cuales el accionista puede solicitar cualquier información. El consejo de administración tiene menos límites al respecto, pero tiene igualmente un deber de información, la cual debe administrarse de forma periódica.

4.2. Deber de cuidado, buena fe y lealtad de los administradores

Las exigencias relativas a las actuaciones de los administradores pueden relacionarse con el deber de diligencia en la administración de la sociedad, cuidado, buena fe y el deber de lealtad. La LSC lo regula en el Capítulo III de “Los deberes de los administradores” (arts. 225 a 232).

En su art. 225 se encuentra el deber general de diligencia según el cual: “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”; deberán tener la dedicación adecuada y adoptarán las medidas precisas para la buena dirección y el control de la sociedad.

Esta diligencia de un ordenado empresario es un estándar de conducta que supone, entre otras obligaciones, cumplir con las leyes, vigilar que la actividad societaria sea correcta, tener en cuenta los riesgos y la situación económica. Deben tener la dedicación adecuada y adoptar las medidas precisas para la buena dirección y control de la sociedad (art. 217.2 LSC). Según la SAP de Zaragoza¹² “los administradores tienen la obligación de cumplir y respetar las normas legales que afectan a la actividad social o sectorial. El cumplimiento de este deber objetivo de cuidado, que consiste en no dañar a los demás, exige emplear la diligencia de un ordenado empresario y cumplir los deberes impuestos por las leyes (art. 225.1 LSC) en relación con los terceros directamente afectados por su actuación.”

En cuanto al deber de buena fe, el art. 226.1 LSC indica que, en las decisiones sujetas a la discrecionalidad empresarial, “el estándar de diligencia de un ordenado empresario se entenderá cumplido cuando el administrador haya actuado de buena fe, sin interés personal en el asunto objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado.”

En relación con el deber de lealtad, este se exige en el art. 227 LSC cuando señala que: “Los administradores deberán desempeñar el cargo con la lealtad de un fiel representante, obrando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad.” Por lo tanto, como consecuencia de este deber, deben dedicarle al cargo el trabajo necesario, y no competir con la sociedad ni aprovechar oportunidades de negocio que surjan del ejercicio de su cargo evitando incurrir en conflicto con el interés social (art. 228.e) LSC). Se refiere a la fidelidad para el interés de la sociedad, impidiendo que el administrador busque su propio beneficio. Además, se añade que en caso de infringir este deber de lealtad se obliga a indemnizar el daño causado al patrimonio social, y también devolver a la sociedad el enriquecimiento injusto obtenido por el administrador.

Se busca que actúen de buena fe, sin interés personal, con suficiente información y según el procedimiento adecuado. De hecho, en las grandes sociedades se suelen establecer protocolos de *compliance* para que los administradores sigan unas directrices al respecto.

4.3. Derecho comparado

Las fusiones y adquisiciones de sociedades de capital en el Derecho anglosajón se conocen como *Mergers and Acquisitions (M&A)*. Las OPAs se regulan en la *Companies Act 2006 (CA 2006)*¹³ y se desarrollan por el *Takeover Code*¹⁴, en la misma línea que la Directiva OPAs. El *Takeover Code* establece un principio que indica que la decisión sobre la oferta les corresponde a los accionistas, además los administradores de la sociedad oferente deben actuar en interés de la sociedad como un conjunto sin negarles a los

¹² SAP de Zaragoza de 8 de marzo de 2016 (ECLI: ES:APZ:2016:532).

¹³ *The Companies Act 2006. Chapter 46. Parliament of the United Kingdom. Part 28.*

¹⁴ *The Takeover Code. 12 September 2016. The Panel on Takeovers and Mergers.*

accionistas la oportunidad de decidir sobre la oferta (*General Principles 3 del Takeover Code*). Además, también se les obliga a enviar a cada accionista una notificación o circular con un contenido similar al de la ley española. Tienen el deber de enviarlo en el plazo de 14 días desde la publicación de la oferta tanto a los accionistas como a las personas que tengan derecho a estar informadas, salvo si *the Panel*¹⁵ les autoriza no hacerlo.

La *Rule 23* establece las obligaciones generales de información indicando que los accionistas deben tener la suficiente información y consejo que les permita llegar a una decisión suficientemente informada sobre si aceptar o no la oferta. Dicha información se les debe administrar con suficiente antelación para que tengan tiempo de tomar la decisión, por lo que no se les debe privar de información relevante.

En cuanto a los deberes de los administradores, el criterio para juzgar la diligencia del administrador se conoce comúnmente en el mundo anglosajón como *business judgment rule*. Con esta regla se busca que el administrador asuma los riesgos normales dentro de su actividad, maximizando el resultado económico en interés de la sociedad. Esta doctrina se basa en el principio de que los administradores deben basar su conducta en un respeto de los intereses de la sociedad dado que los accionistas los han sometido a su cargo. Están sometidos al *duty of care and duty of loyalty* en el mismo sentido que los deberes exigidos en España ya que no deben realizar transacciones en su propio interés. Estos deberes se regulan en la *CA 2006 Section 171 to 177*.

El deber de buena fe (*Section 172.1*) se encuadra dentro del deber de promocionar el éxito de la empresa, ya que el administrador debe actuar de la forma que él considere que es mejor para lograrlo, pero siempre de buena fe. El deber de diligencia (*Section 174.1*) indica que debe actuar con el cuidado, habilidad y diligencia razonables que puede esperarse de una persona diligente. También se exige evitar el conflicto de intereses que se pueda tener con la empresa (*Section 175*).

Cabe destacar que las actuaciones exigibles para los administradores se incluyeron en la sentencia *Grobow v. Perot*¹⁶ en relación con esta doctrina. Por lo tanto, se les exige actuar de buena fe, velando por el mejor interés para la empresa, actuando de forma informada, con eficiencia y evitando el conflicto de intereses. Además, el *UK Corporate Governance Code*¹⁷ indica como principio general que debe existir un diálogo con los accionistas basado en un entendimiento mutuo de objetivos. El órgano de administración tiene la responsabilidad de asegurar que dicho entendimiento tiene lugar.

4.4. Conclusiones

Por lo que respecta a la comunicación legal por parte de los administradores sobre la primera OPA, la elaboración del informe por los administradores no es una merad facultad, sino que es una auténtica obligación que cobra más sentido si cabe en el caso de las OPAs hostiles¹⁸. Por lo tanto, la legislación parte de que los administradores de la

¹⁵ THE TAKEOVER PANEL: *About the Panel*, UK, 2019. [en línea]. Disponible en <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure>

¹⁶ *Supreme Court of Delaware. Grobow v. Perot*, 539 A.2d 180 (Del. 1988).

¹⁷ FINANCIAL REPORTING COUNCIL: *The UK Corporate Governance Code*, London, 2016, p. 22.

¹⁸ JUSTE MENCÍA, J. RECALDE CASTELLS, A.: *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010.

sociedad opada, sobre todo si se trata de una OPA hostil, están en posición de conflicto entre el interés propio y el de los accionistas y de la empresa, y por eso se exige que el informe (dirigido a los accionistas) incluya la opinión manifestada sobre la oferta por el órgano administrativo, para que los accionistas puedan valorar adecuadamente la decisión a tomar. De ello deriva que podamos entender que todas las decisiones que puedan afectar a la oferta necesitan de la autorización de la junta general de accionistas.

Con todo esto, lo que se pretende evitar es que tenga más fuerza el consejo de administración ya que es al que no le interesa que este tipo de ofertas salgan adelante por miedo a perder el control de la sociedad. Con ello se está afectando al mismo tiempo al deber de buena fe, cuidado y lealtad exigible para los administradores que deben velar por lo que sea mejor para la empresa y no para su propio interés, que es lo que puede llegar a entenderse a pesar de que su justificación de la negativa sea que comprometería los derechos e intereses de los accionistas minoritarios, que se teme la deslocalización, que el órgano de administración de la parte oferente desconocía la oferta y que no se estaban respetando las previsiones en materia de defensa de la competencia.

Se entiende que “la atribución de facultades a los administradores tiene la finalidad de permitirles la gestión y representación de la sociedad en interés de la misma. Su ejercicio, por tanto, está limitado a tal finalidad. Cualquier otra (para satisfacer intereses propios o de terceros) supone la infracción del deber de lealtad. [...] Los administradores están obligados a adoptar todas las medidas necesarias para evitar incurrir en una situación en la que sus intereses puedan entrar en conflicto con los de la sociedad”¹⁹.

En resumen, los administradores deberían haber informado a la junta de accionistas para que los socios estuviesen informados y tuviesen un juicio razonable sobre la situación, dándoles la oportunidad de valorar las posibilidades, convocando en todo caso la junta general de accionistas, pensando de esa forma en la sociedad y no en su propio interés, ya que de esa manera incurren en un incumplimiento de los deberes que les son exigibles por razón de su cargo. No cumplir con dicha obligación puede ocasionar daños y perjuicios a terceros, lo cual deriva en que les puede ser exigida responsabilidad por la propia sociedad o sus accionistas según la LSC.

¹⁹ ARIAS VARONA, F. J. RECALDE CASTELLS, A.: *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo: Ley 31/2014, de reforma de la Ley de sociedades de capital*. Dykinson, Madrid, 2015, p. 85.

5. 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?

Como se aprecia en el caso, tiempo después a la primera oferta, el valor de las acciones de Peyaco, S.A. pasa de 15 € a 20 € en tan solo 3 semanas²⁰. Esta subida en el valor de las acciones se debe a que EnergyMotors (filial de HighCommander) había estado comprando acciones hasta hacerse con el 20 % de la sociedad con la pretensión de venderlas posteriormente a su empresa matriz.

5.1. Obligación de formular una OPA

Como ya hemos visto, la normativa española sobre OPAs establece una variada tipología de estas operaciones. Sin embargo, en lo que interesa en esta pregunta, nos centraremos en las OPAs obligatorias cuando se alcanza el control de la sociedad cotizada. La Directiva OPAs impone a los Estados miembros que obliguen a toda persona que haya adquirido el control de hecho de una sociedad cotizada a presentar una OPA, lo cual se basa en la protección de los titulares de las participaciones minoritarias ajenas a la situación de control (Sánchez Calero, 2009). En España, se regulan en el art. 3 RD OPA donde se indica que hay ciertos casos en los que es obligatorio para el oferente lanzar una OPA, como en el caso de toma de control de la empresa adquiriendo una participación significativa de su capital.

Estas OPAs obligatorias deben presentarse por el 100 % de las acciones de la empresa opada, a todos los accionistas a un precio equitativo, y no pueden estar sujetas a ninguna condición. Es la forma legal de conseguir una posición de control (parcial o total) de la empresa. La oferta debe presentarse lo antes posible, en el plazo máximo de un mes desde que se alcance el control de la sociedad afectada, o tres meses en el caso de tomas de control indirectas o sobrevenidas (art. 7 RD OPA)²¹.

5.1.1. Umbrales de la OPA obligatoria

El art. 4 RD OPA define qué es la participación de control. Por un lado, se entiende que hay control cuando una persona alcance, individual o conjuntamente con otras que actúen en concierto con ella, de forma directa o indirecta, un porcentaje de derechos de voto en la sociedad afectada igual o superior al 30 %. Por otro lado, se da una regla especial cuando, en esas circunstancias, se alcance un porcentaje inferior de derechos de voto siempre que se designe (en los 24 meses siguientes a la fecha de adquisición) un número de consejeros que, unidos a los que ya hubiese designado el oferente, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada.

La regla general, por lo tanto, es que quien adquiera al menos el 30 % del capital con derecho a voto de una sociedad cotizada tiene la obligación de formular una OPA a todos

²⁰ Un ejemplo de ello fue lo que ocurrió con las acciones de Endesa en 2006. Gas Natural iba a pagar en un principio 18 € por acción, y se terminó ofertando 40 €, lo cual claramente beneficiaba a los accionistas.

²¹ La consecuencia de incumplir la obligación de formular una OPA se encuentra en el art. 132 LMV que establece que quien incumpla esta obligación (cuando no se presenta la OPA, se presenta fuera de plazo, o con irregularidades) no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada, sin perjuicio de las sanciones previstas en la misma Ley.

los accionistas de dicha sociedad a un precio equitativo²² (art. 9 RD OPA). El art. 8 del RD OPA recoge los supuestos que se excluyen de estas OPAs obligatorias, como cuando se alcanza el control a través de una OPA voluntaria por la totalidad de los valores y a precio equitativo, o si en caso de fusión se justifica que la operación no tenía como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial.

En cuanto al cómputo de los derechos de voto, el art. 5 RD OPA atribuye al accionista los derechos de voto que ostentan otras personas o empresas, como, por ejemplo, las sociedades del mismo grupo, los miembros de los órganos de administración del accionista y de las sociedades del mismo grupo, un tercero, persona interpuesta, o personas que actúen en nombre propio pero por cuenta del accionista. A estos efectos, el porcentaje de derechos de voto que es relevante se calcula sobre la base de todas las acciones que incluyan derechos de voto (aunque estén suspendidos). Se excluyen las acciones que pertenezcan a la sociedad afectada directa o indirectamente, es decir, a la llamada autocartera.

5.1.2. Otras modalidades obligatorias

Volviendo a los supuestos de adquisición de control, podemos observar que no es necesario alcanzar ese 30 % del capital con derecho a voto para que sea obligatorio formular la OPA, sino que es posible adquirir el control designando a la mayoría de miembros del órgano de administración durante los 24 meses siguientes a la fecha de adquisición de un porcentaje inferior. De hecho, el art. 6 RD OPA así lo establece presumiendo, salvo prueba en contrario, que el titular de la participación (o una sociedad de su mismo grupo) ha designado miembros del órgano de administración de la sociedad afectada en ciertos casos cuando:

- Se nombra al consejero en ejercicio del derecho de representación proporcional.
- Se nombra a consejeros que están o estuvieron (los 12 meses anteriores) vinculados al titular por sus cargos como consejeros, altos directivos, empleados o prestando servicios no ocasionales.
- El acuerdo de nombramiento solo podía adoptarse con los votos a favor emitidos por el titular.
- El nombrado es el propio titular.
- El titular asuma que el consejero ha sido designado por él o que lo representa o es consejero dominical en la sociedad afectada.

Otro de los supuestos de adquisición de control que obliga a lanzar la OPA es el derivado de los pactos parasociales (art. 3.1.b) RD OPA). En España, no se necesitan adquirir las acciones, ya que al ser titular previamente de las mismas, es suficiente con alcanzar un pacto parasocial con otro/s titular/es, y que conjuntamente se supere el 30 % del capital social con derecho a voto.

El art. 5.1 de la Directiva OPAs define la OPA obligatoria incluyendo la definición de estos conciertos: “Cuando una persona física o jurídica, de resultas de una adquisición por su parte o por la de personas que actúen de concierto con ella, venga en posición de

²² STS de 4 de noviembre de 2002 (ECLI: ES:TS:2002:7302): sanción del contencioso-administrativo por rebasar el límite del 25 % de participación en el capital social de una sociedad cotizada (porcentaje vigente de la anterior legislación).

valores de una sociedad [...] que, sumados a los que ya poseyera y a los de las personas que actúen en concierto con ella, le confieran directa o indirectamente un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma, los Estados miembros velarán porque dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad.” Por lo que el pacto no es un supuesto que en sí mismo desencadene la obligación de formular la oferta, sino que únicamente se da el deber cuando se alcance el control como resultado de la adquisición de acciones por las personas que actúen en concierto. El requisito es que el oferente junto con la otra parte del acuerdo superen el porcentaje del 30 % establecido como umbral.

Por último, también es obligatorio lanzar una OPA en caso de toma de control indirecta o sobrevenida (art. 7 RD OPA), es decir, cuando como consecuencia de una fusión o toma el control de otra sociedad con participación directa o indirecta en el capital social de una tercera sociedad cotizada se alcance el 30 % de derechos de voto.

5.2. Validez de la compra encubierta

La compra encubierta y progresiva de acciones (*creeping acquisitions*, en inglés), también conocidas como OPAs sigilosas (*stealth takeovers*), es un fenómeno muy habitual para la toma de control de empresas cotizadas en el mercado de valores, más en Europa que en otros lugares. Este tipo de operaciones suelen ser rechazadas por la sociedad afectada, por ello son polémicas.²³ También son conocidas como compras sucesivas en bolsa o compras al goteo (*ramassage*, en francés) y que, en realidad, son el método tradicional de adquisición de valores de forma directa.

Las *creeping acquisitions*²⁴, en el ámbito de fusiones y adquisiciones, son definidas por el *Corporate Finance Institute* como “the gradual purchase of the target company’s shares. The strategy of a creeping takeover is to gradually acquire target shares through the open market with the goal of gaining a controlling interest.” Por lo tanto, suponen la compra gradual de las acciones de la sociedad cotizada con el objetivo de adquirir el control de la empresa.

Se permite así la adquisición de acciones de una empresa sin tener la obligación de lanzar una OPA, lo cual conlleva riesgos pues puede afectar al valor de las acciones (tal como ocurre en este caso que a raíz de la compra de acciones de EnergyMotors, el precio de las mismas pasa de 15 € a 20 € en solo tres semanas) y también afecta al control de la propia empresa. Consecuentemente, la obligación de lanzar una OPA cuando se alcanza el control de una empresa no se lleva a cabo, por lo que a través de la compra progresiva de acciones se burla dicha obligación, afectando a los derechos de los accionistas ya que no se realiza una oferta a precio equitativo ni tampoco se dirige a todos los accionistas. Por ello, las sociedades afectadas lo consideran actos ilícitos que no respetan el principio de

²³ Vid. artículo de DURO, M. BONETTI, P. ORMAZABAL, G.: “Opas sigilosas: ¿accionistas ocultos comprando tu empresa?” *La revista de análisis financiero*, Instituto Español de Analistas Financieros. [en línea]. Disponible en <https://analisifinanciero.ieaf.es/publicaciones-la-revista-analisis-financiero-4/etica-y-desempeno-profesional/126-opas-sigilosas-accionistas-ocultos-comprando-tu-empresa>

²⁴ Vid. artículo de RHEE, J.: “Creeping Acquisitions in Europe”. *HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2014. [en línea]. Disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/11/05/creeping-acquisitions-in-europe/>

transparencia, como ocurrió con Louis Vuitton Moët-Hennessy (LVMH) y Hermès (2010) que se explicará en el siguiente apartado.

Cabe añadir que, cuando un accionista, ya sea un particular o una empresa, tiene interés en alcanzar una posición significativa en una compañía de forma inadvertida, puede hacerlo a través de otras estrategias, como la llamada estrategia de la “manada de lobos” (compra de acciones coordinada entre varios intermediarios), o mediante la compra de acciones mediante derivados financieros: *stock options*, *equity swaps*, etc.

5.3. Posibilidad de venta posterior

Si se trata de una mera transmisión de acciones entre empresas, en principio, no tendría porqué suponer ningún problema que EnergyMotors venda posteriormente su porcentaje de acciones adquiridas a HighCommander, siempre que respeten las normas de la LMV²⁵. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que igualmente se trata de una estrategia y que, tal como ocurrió en el caso de LVMH y Hermès, finalmente LVMH fue sancionado en 2013 con una multa millonaria por parte de la Autoridad de los Mercados Financieros (AMF) de Francia por no respetar el principio de transparencia exigible en el mercado de valores, y que se regula en la Directiva 2013/50/UE²⁶.

En el caso de LVMH²⁷, se adquirió el porcentaje de participación de Hermès a través de contratos *Equity Linked Swap* por medio de dos empresas filiales y tres bancos. Así LVMH compraba los títulos de Hermès sin tener que adquirir la propiedad en sí. La AMF abrió una investigación al respecto alegando que la información facilitada al público era inexacta, imprecisa o poco sincera (en contra del art. 223-1 del reglamento general de la AMF), y que no hubo un aviso de adquirir más del 10 % de derechos de voto y 15 % de capital, lo cual va en contra de garantizar la transparencia para el buen funcionamiento del mercado y debe ser sancionado (en este caso, de forma pecuniaria).

El principio de transparencia informativa busca que toda la información relativa a cotizaciones o a cualquier otro asunto esté disponible y llegue con la mayor rapidez y el menor coste posibles. Es más, el art. 497 LSC, dentro de las especialidades en materia de acciones, establece que la sociedad emisora tiene derecho a obtener en cualquier momento los datos de los accionistas, con lo que se está reforzando ese principio de transparencia y derecho de información para la sociedad afectada. Otro de los principios generales de ordenación del mercado de valores que también puede adquirir importancia en este punto sería el de comportamiento leal por parte de los intermediarios y de las sociedades cotizadas, basado en su especial deber de diligencia. Además, la Directiva

²⁵ Y del Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre registro, compensación y liquidación de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, [...].

²⁶ Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, y la Directiva 2007/14/CE de la Comisión por la que se establecen disposiciones de aplicación de determinadas prescripciones de la Directiva 2004/109/CE.

²⁷ Vid. *Décision de la Commission des sanctions du 25 juin 2013 à l'égard de la société LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton*. Disponible en https://www.amf-france.org/Resultat-de-recherche?TEXT=vuitton&LANGUAGE=fr&isSearch=true&simpleSearch=true&valid_recherche=Valider

2013/50/UE añade que “Los Estados miembros deberían poder disponer sanciones o medidas adicionales y niveles de sanciones pecuniarias administrativas superiores a los que se prevén en la Directiva 2004/109/CE, habida cuenta de la necesidad de sanciones suficientemente disuasorias para sostener unos mercados limpios y transparentes.”

5.4. Derecho comparado

En el Reino Unido, la participación para hacer obligatoria la presentación de una oferta (*mandatory offer*) es también del 30 % de los votos, o cuando se actúa en concierto con otros y se tiene del 30 % al 50 % (*Rule 9.1 Takeovers Code*), salvo si *the Panel* consiente lo contrario (se entiende que alcanzar ese porcentaje supone obtener el control efectivo de la empresa). En dicho caso, deben lanzar una oferta al precio más alto pagado los 12 meses antes de anunciar la oferta, en todo caso, respetando el principio de igualdad de trato hacia todos los accionistas. No será necesario lanzar la OPA si se alcanza el porcentaje por medio de una OPA voluntaria.

Respecto a los otros modos de OPA obligatoria, en el derecho comunitario se entiende que el mero pacto parasocial no exige la obligación de presentar una oferta, sino que va ligado a la adquisición por el oferente de algunos valores de la sociedad afectada, tal como ocurre también en el ordenamiento jurídico inglés, al contrario del español, donde ya hemos visto que el pacto parasocial en sí mismo ya hace que sea obligatorio formular la OPA independientemente de si se han adquirido acciones. Por lo tanto, esta *acting in concert* se refiere a que no es necesario que la actuación en concierto recaiga sobre la adquisición de acciones sino que es suficiente con que una de las partes adquiera valores (*Rule 9.1 Takeovers Code*). Así, si una de las partes lleva a cabo una adquisición posterior a la concertación, se le “sancionará” con la obligación de presentar una OPA.

En cuanto a las *creeping acquisitions*, ya se ha destacado que es una estrategia que suele utilizarse en Europa, incluyendo el Reino Unido, donde también debe respetarse el principio de transparencia, cuyas obligaciones se encuentran en la *CA Part 43 Transparency Obligations and related matters*, y que transpone la Directiva 109/2004. Así, esta normativa de transparencia indica, por ejemplo, que el que ostente derechos de voto debe notificarlo a la sociedad emisora (*Section 89B.1*).

5.5. Conclusiones

En primer lugar, en el momento en el que EnergyMotors adquiere el 20 % de la empresa, según la legislación no está obligada a formular una OPA ya que, como regla general, el umbral para ello es adquirir el 30 % de las acciones. Se presume que al poseer el 30 % o más de los derechos de voto se tiene el dominio de la sociedad o se cuenta con influencia suficiente para nombrar a la mayoría del consejo de administración (Sánchez Calero, 2009), y que todas estas maniobras de la legislación para hacer obligatorio el lanzamiento de las OPAs tratan siempre de velar por los derechos de los accionistas minoritarios para que no se vean perjudicados²⁸. En caso de que EnergyMotors designase durante los 24 meses siguientes sus propios consejeros (aún sin llegar al umbral), o llegase a un pacto

²⁸ Vid. Estudio de la Comisión Europea: “Commission Staff Working Document: Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids”, de 25 de marzo de 2013. Disponible en <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2013-0089+0+DOC+XML+V0//ES>

parasocial con outros titulares alcanzando conjuntamente más del 30 % del capital social con derecho a voto, sí que estaría obligada a lanzar una OPA.

En segundo lugar, respecto la validez de la compra encubierta de acciones, puede observarse que hay conflicto con el nivel de transparencia exigible en este tipo de operaciones bursátiles por lo que puede llegar a considerarse ilícita. Lo que se pretende evitar son los abusos de mercado por parte de accionistas ocultos que tengan una posición significativa dentro de la compañía, y el perjuicio económico que supone no lanzar una OPA. A raíz de lo mencionado, puede considerarse que la UE no regula la situación de forma eficiente y deja al arbitrio de los países miembros su regulación.

A pesar de ello, destaca la Directiva 109/2004 sobre obligaciones de transparencia, que establece en su art. 9.1 que: “El Estado miembro de origen garantizará que, cuando un accionista adquiera acciones de un emisor [...] que lleven aparejados derechos de voto, dicho accionista notifique al emisor la proporción de derechos de voto del emisor detenida por el accionista como resultado de la adquisición o cesión cuando esa proporción alcance los umbrales del [...] 20 %, [...]”. Por lo que, en todo caso, EnergyMotors tendría que notificar su adquisición a Peyaco, e incluso HighCommander también tendría ese requisito de notificación según el art. 10.e) por ser sociedad matriz que controla a la filial. De hecho, la CNMV en su Memoria del año 2000²⁹ indica que: “Los miembros de los consejos de administración de las sociedades cotizadas están obligados a informar acerca de sus participaciones en el capital de la sociedad. Es una obligación esencial para la transparencia y la integridad del mercado”.

El último informe de la Comisión Europea de Asuntos Jurídicos sobre la aplicación de la Directiva OPAs³⁰ indica que “los umbrales para la notificación fijados en el artículo 9 de la Directiva 2004/109/CE prevén una transparencia sólida de la propiedad y permiten la rápida detección de las adquisiciones de tipo «creeping in»; considera que las autoridades nacionales competentes deben desincentivar las técnicas cuyo objeto sea eludir la norma de oferta obligatoria y evitar así el pago de la prima de control a los accionistas minoritarios”. Con lo cual, se desaconsejan este tipo de operaciones, y en España el objeto de la CNMV es velar por la transparencia de los mercados de valores (art. 3 del Reglamento del Régimen Interior de la CNMV).

En tercer lugar, sobre la posibilidad de la venta de acciones de EnergyMotors a HighCommander, teniendo en cuenta los principios generales del Derecho español, esta operación de compra de acciones progresiva para que luego se vendan a la empresa matriz puede considerarse contraria a la buena fe (art. 7 CC). Ha supuesto un riesgo para Peyaco en cuanto a la subida del precio de sus acciones, la cual está en contra de ser adquirida por una empresa extranjera, por lo que adquirir un porcentaje de control por parte de HighCommander sin lanzar una OPA y sin que Peyaco esté informada de quién es titular de sus derechos de voto puede causarle daños y perjuicios incurriendo en responsabilidad civil, sin perjuicio de la sanción administrativa por no comunicar la adquisición a la CNMV y al emisor (art. 125 LMV).

²⁹ Vid. Anexo III del presente trabajo: Cuadro 9.3 de la Memoria del año 2000 de la CNMV (p. 60). Infracciones muy graves por no declarar participaciones significativas.

³⁰ Informe de la Comisión de Asuntos Jurídicos, de 25 de marzo de 2013 sobre la aplicación de la Directiva 2004/25/CE relativa a las ofertas públicas de adquisición, 2012/2262(INI).

6. 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?

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 una reunión con los administradores de HighCommander se fijó que, en caso de prosperar la OPA, los administradores recibirían una prima del 5 % del precio total, pacto que no llega a ser descubierto por los accionistas de la sociedad.

6.1. Responsabilidades de los administradores

El ámbito societario exige tomar decisiones rápidas con trámites cuya lentitud determina que la junta general de accionistas no pueda tomarlas de forma inmediata. De esta manera, los administradores pasan a ser una figura clave, pero sus decisiones pueden ser perjudiciales para la propia sociedad. Por este motivo, nuestro ordenamiento jurídico incluye distintos tipos de responsabilidad.

El art. 1902 CC establece un régimen general de responsabilidad: “El que por acción u omisión causa daño a otro, interviniendo culpa o negligencia, está obligado a reparar el daño causado”. Por su parte, la LSC regula la responsabilidad de los administradores en el ámbito societario (arts. 236 a 241), donde también es posible reclamarles por los daños y perjuicios causados. Se distinguen este sentido: la responsabilidad por daños a la sociedad (art. 236 LSC) o por daños directos a socios y/o terceros (art. 241 LSC). Estas responsabilidades son actos que se clasifican dentro del incumplimiento de los deberes inherentes al cargo y a actuar con diligencia anteponiendo los intereses sociales a los suyos propios³¹.

De la literalidad del art. 236 LSC se desprende que “los administradores responderán frente a la sociedad, frente a los socios y frente a los acreedores sociales 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 mayoría de la doctrina interpreta que la norma se está refiriendo al daño a la sociedad, y que los administradores por lo tanto responden ante la misma.

Así, la junta general de socios, mediante acuerdo, puede instar la acción social de responsabilidad (art. 238 LSC) para que se indemnice por el daño causado a la sociedad, que se debe diferenciar de la acción individual de la sociedad, tal como indica la STS de 14 de marzo de 2011 (ECLI:ES:TS:2011:2022). También puede ejercer esta acción una minoría de socios que sumen al menos el 5 % de capital social (art. 168.1 y 239 LSC) cuando la junta general no la ejercite; los acreedores también están legitimados. Una consecuencia de ello sería que se determinaría la destitución de los administradores afectados.

³¹ Cabe remitirse al apartado 4.2 del presente trabajo en cuanto al deber de diligencia, lealtad y buena fe.

La acción individual de responsabilidad (art. 241 LSC) surge cuando se causa el daño directamente a los socios o un tercero, y en caso de que todos los miembros del órgano de administración hayan adoptado el acuerdo responderán solidariamente, aunque materialmente no lo hubieran hecho (art. 237 LSC). Así lo entiende la doctrina y la jurisprudencia, como la STS de 5 de mayo de 2005 (ECLI:ES:TS:2005:2857) que indica que se “establece una responsabilidad solidaria de todos los miembros de los órganos de administración societaria por actos lesivos, haciéndolo desde un punto de vista *iuris tantum*.”

Estos dos tipos de responsabilidad se caracterizan por elementos de la responsabilidad civil como son: realizar un acto u omisión, que ese acto u omisión sea contrario a la ley o estatutos, que cause un daño y que haya relación causal entre el acto/omisión y el daño. La STS 391/2012, de 25 de junio (ECLI:ES:TS:2012:5815) señala que “la responsabilidad [de los administradores] precisa la concurrencia de los siguientes requisitos: un comportamiento activo o pasivo desplegado por los administradores; que el mismo sea imputable al órgano de administración en cuanto tal; que la conducta del administrador merezca la calificación de antijurídica, por infringir la Ley, los estatutos o no ajustarse al estándar o patrón de diligencia exigible a un ordenado empresario y a un representante leal; que la sociedad sufra un daño; y que exista una relación de causalidad entre el actuar del administrador y el daño.”

A tenor de lo expuesto, el incumplimiento de los deberes de conducta y, en general, realizar cualquier acción u omisión en contra de la ley o de los estatutos sociales, somete a los administradores a un régimen de responsabilidad para resarcir los daños que puedan derivarse de su actuación incorrecta o negligente. A esta responsabilidad se le añade el ejercicio de las acciones de impugnación, cesación, remoción de efectos y, en su caso, anulación de los actos y contratos celebrados por los administradores con violación del deber de lealtad (art. 232 LSC).

Pero no solo encontramos este tipo de responsabilidad, sino que la propia LMV establece un régimen de infracciones muy graves, graves y leves: el de supervisión, inspección y sanción de la CNMV, que es la autoridad competente para llevar a cabo estas labores sobre ciertas personas y entidades. En concreto (art. 233.c) LMV), sobre las personas y entidades emisoras de valores en cuanto a sus actuaciones relacionadas con el Mercado de Valores y en relación con los instrumentos, contratos, conductas, ofertas, órdenes y en general acciones y omisiones respecto de cualquier valor negociable y demás instrumentos financieros. El procedimiento sancionador aplicable en estos casos es el administrativo³².

El art. 271 LMV dispone que las personas físicas y entidades sobre las que se aplica la LMV, así como los que ostenten de hecho o de derecho cargos de administración o dirección en las mismas, que infrinjan normas de ordenación o disciplina del Mercado de Valores, incurrirán en responsabilidad administrativa sancionable. Quien ocupe estos

³² Se aplicaría la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas, Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público, y Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito.

cargos será responsable de las infracciones muy graves o graves cuando sean imputables a su conducta dolosa³³.

El art. 280 LMV recopila cuáles son las infracciones (acciones u omisiones) relativas a las OPAs que se consideran muy graves: no cumplir con los artículos relativos a las OPAs, y que los órganos de administración y dirección no cumplan con las obligaciones del art. 134 LMV. Las infracciones muy graves relativas a las actuaciones de los administradores que destacan en relación con esta pregunta son:

1. Publicar información o documentación relativas a la OPA omitiendo datos o incluyendo inexactitudes, falsedades o datos que induzcan al engaño cuando sea relevante o su cuantía o número de inversores sea significativo. Lo mismo cuando esta infracción no sea muy grave, sino grave (art. 293.2 LMV).
2. Manipular o intentar manipular el mercado si hay un beneficio relevante como consecuencia (art. 15 Reglamento 596/2014).
3. Realizar o intentar realizar operaciones con información privilegiada; recomendar que otra persona realice operaciones con información privilegiada o inducirla a ello, o comunicar ilícitamente información privilegiada si conoce la información por ser miembro del órgano de administración, dirección o control de la sociedad emisora.

Estas infracciones, entre muchas otras, prescriben a los 5 años a contar desde que fueron cometidas, y se establece un régimen sancionador según el tipo de infractor que las cometió. Aparte de multas, hay sanciones de: suspensión, separación, inhabilitación y prohibición en el ejercicio del cargo de administración o dirección para los infractores, con restitución de los beneficios obtenidos (art. 302 y ss. LMV); las graves y muy graves se harán públicas una vez firmes en vía administrativa.

También encontramos otro tipo de responsabilidad en la misma LMV, la civil, en el art. 124.2, donde se indica que el emisor y sus administradores serán responsables de todos los daños y perjuicios que hubiesen ocasionado a los titulares de los valores como consecuencia de que la información no proporciona una imagen fiel de la empresa. La acción para reclamar la responsabilidad prescribe a los 3 años desde que el reclamante tuviese conocimiento.

Además, el Código Penal (CP) establece en el Título XIII una serie de delitos contra el patrimonio y el orden socioeconómico, propios de los mercados de valores. El bien jurídico que protegen son las obligaciones impuestas para conseguir la transparencia y eficacia de los mercados de valores, por lo que ante este tipo de actuaciones ilícitas también es posible ejercitar la acción penal. El art. 285 CP contempla un supuesto para los mercados financieros en particular cuando el que de forma directa o por un tercero usare información relevante para la cotización de valores en algún mercado oficial, obtenida por el ejercicio de su actividad empresarial, o la suministre obteniendo para sí o para un tercero un beneficio económico superior a 600.000 € o causando un perjuicio de idéntica cantidad, será castigado con prisión, multa e inhabilitación para el ejercicio de

³³ En el Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas se establece un principio que indica que: “El consejo de administración asumirá, colectiva y unitariamente, la responsabilidad directa sobre la administración social y la supervisión de la dirección de la sociedad, con el propósito común de promover el interés social”. Se basa en la buena fe, la ética y el respeto a los usos y buenas prácticas.

su actividad. Estas penas se agravan si concurre que son prácticas abusivas habituales, el beneficio es de notoria importancia o se causa un daño grave para los intereses generales.

El art. 286 bis CP, dentro de los delitos de corrupción en los negocios, establece que el administrador de una empresa mercantil que reciba, solicite o acepte un beneficio o ventaja no justificados de cualquier naturaleza, para sí o un tercero, como contraprestación para favorecer indebidamente a otro en la adquisición de mercancías, o contratación de servicios o relaciones comerciales, será castigado con pena de prisión, inhabilitación especial para el ejercicio de industria o comercio y multa del tanto a triplo del valor del beneficio o ventaja. Lo mismo para el que ofrezca el beneficio a los administradores de la empresa para que le favorezcan a él.

6.2. Derecho comparado

En el *Appendix 3: Directors' responsibilities and conflicts of interest guidance note* del *Takeover Code* se indica que el consejo de administración debe garantizar que se establecen los acuerdos necesarios para poder controlar los actos individuales de cada administrador con el fin de que cada uno cumpla con sus responsabilidades conforme al *Code*. Si alguno de ellos se cuestiona si alguna actuación es o no es apropiada, debe consultarse a *the Panel*³⁴. Hasta la aprobación de la *CA 2006*, se basaban en el *Case Law* para determinar los deberes a cumplir por los administradores por lo que la ley únicamente se dedica a nombrar los principios del *Common Law*.

Se establece un régimen de *Directors' liability* en la *CA 2006*: tienen el deber de evitar conflicto de intereses (*Section 175*) con los de la empresa en relación con la explotación de un bien, información u oportunidad. También tienen el deber de no aceptar beneficios por terceros (*Section 176*) por razón de su cargo o por hacer o no hacer algo, que no se infringe si el acto en cuestión no deriva en un conflicto de intereses. Este deber se trata de forma separada de los conflictos de interés y depende de la aprobación de los socios que se considere infringido³⁵. Se estaría incurriendo en responsabilidad civil por infringir ese deber general (*Section 178*) también de forma solidaria, y las consecuencias son las correspondientes para las reglas del *Common Law* o principios equivalentes y son ejecutables de la misma manera que cualquier otro deber fiduciario.

Tienen responsabilidad personal en caso de incumplir con sus deberes ante terceros afectados, aunque suelen responder ante la sociedad (los accionistas no tienen derecho de acción directa contra los administradores³⁶), ya que se les considera responsables de cualquier pérdida, daño o costes que sufra la sociedad como resultado de su incumplimiento. También si han incumplido con alguna de las provisiones de la *CA 2006*. Otra posible solución ante estas actuaciones sería acudir a la vía judicial donde normalmente se impone una multa; la empresa puede reclamar los daños, puede cesarles del cargo³⁷, hacer que rindan cuentas de los beneficios obtenidos³⁸, o perder el derecho a ser remunerados³⁹.

³⁴ Es la autoridad que puede imponer sanciones administrativas, su potestad se encuentra en la *CA 2006*, *Part 28, Chapter 1*.

³⁵ RUSSELL-COOKE: *Overview of Directors' Duties under the Companies Act 2006*, 2009, p. 3.

³⁶ *Vid. Section 260 a 264* sobre *Derivative Actions* de la *CA 2006*.

³⁷ *Boston Deep Sea Fishing Co v. Ansell* (1888).

³⁸ *Aberdeen Railway Co v. Blaikie Bros* (1854).

³⁹ *Andrews v. Ramsay & Co* (1903).

En relación con la responsabilidad penal, la *Financial Services Act 2012* considera delito si una persona realiza una declaración falsa o engañosa de forma consciente (o escondiendo hechos materiales), con la intención de inducir a otra a aceptar un acuerdo (o abstenerse de hacerlo), o ejercitar derechos conferidos por una inversión relevante. También el *Bribery Act 2010* recoge una serie de delitos en relación con el soborno y corrupción entre particulares: toda empresa que pida, acepte o reciba un soborno será culpable de delito y sus administradores serán responsables de ello. Del mismo modo para los que ofrezcan, prometan o den algún tipo de ventaja (ya sea económica o de acción). Se pueden enfrentar a penas de multa, prisión o inhabilitación de su cargo.

6.3. Conclusiones

Ya hemos visto que los administradores por razón de su cargo adquieren un deber de lealtad y buena fe superiores, por lo que están incurriendo en causa de responsabilidad al vulnerarlos obrando en su propio beneficio y no en el interés de la sociedad. Así, se aplican sanciones administrativas, penales, civiles y mercantiles para controlar las prácticas que sean fraudulentas tanto para el mercado, como para las propias empresas o terceros. Hay que tener en cuenta que se debe evitar la duplicidad de sanciones en virtud del principio *non bis in ídem*, aunque el art. 272 LMV indica que el ejercicio de la potestad sancionadora administrativa será independiente de la concurrencia de delitos penales.

En el caso de que el pacto entre el órgano de administración de Peyaco y el de HighCommander hubiese sido descubierto al aceptar la oferta de EnergySoluciones, este acto no habría producido daños, pero se estaría incurriendo igualmente en responsabilidad penal, tanto por parte de los administradores de Peyaco por aceptar ese porcentaje de beneficio, como por los de HighCommander por ser quienes llevan a cabo el ofrecimiento de la contraprestación. Sin perjuicio de la sanción administrativa correspondiente de la CNMV⁴⁰ para Peyaco como consecuencia de sus actuaciones de intentar manipular el resultado de la oferta y recomendar a los socios que la acepten incurriendo en omisión de datos que les llevan al engaño de la situación real, teniendo como consecuencia que se produzca un beneficio propio y no para la sociedad. Además, al hacer fracasar la oferta de HighCommander, se le ha hecho incurrir en unos costes que Peyaco deberá amortizar⁴¹, se han revelado sus intenciones y se le dificulta de esa forma el poder conseguir un acuerdo hostil, encareciendo de esta forma la adquisición amistosa, que además ya no es posible porque han aceptado una contra-OPA.

Por otra parte, si Peyaco hubiese aceptado la oferta de HighCommander y esto fuese descubierto, aparte de lo anterior se estaría incurriendo en responsabilidad civil porque se habrían materializado daños y perjuicios tanto para la sociedad como para los socios (habría conflicto de intereses). La junta general de accionistas podría promover la acción social de responsabilidad, o la acción individual si los accionistas consideran que se les ha dañado directamente. Los administradores tendrían que resarcir el daño causado y devolver ese 5 % de beneficio recibido, restituyendo así su propio lucro e indemnizando el daño ajeno, y como consecuencia podrían ser cesados o removidos de su cargo declarándose nulo el acto en cuestión.

⁴⁰ Vid. Anexo III del presente trabajo: Cuadro 9.4 de Sanciones impuestas por la CNMV en el año 2000.

⁴¹ El art. 42.4 RD OPA establece que el primer oferente puede pactar con la sociedad afectada el cobro de una comisión en caso de que no prospere la OPA a causa de una oferta competidora.

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

En este punto del caso, 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.

7.1. Medidas anti-OPA

Como ya se ha señalado anteriormente, los accionistas son realmente los que pueden salir beneficiados en una OPA, al contrario que los directivos y administradores, que suelen ser reemplazados tras la llegada de un nuevo propietario. Este es el motivo por el que ante una oferta, los administradores de la sociedad opada suelen buscar alternativas para evitar someterse a una toma de control por parte de terceros.

A lo largo de los años se han ido desarrollando mecanismos para regular estos intentos de toma de control con el ánimo de garantizar cierta estabilidad, los cuales se conocen como *Control-Enhancing Mechanisms*. En la actualidad, puede dar la impresión de que los administradores cuentan con menos medidas anti-OPA en Europa, sin embargo, está claro que, por ejemplo, la obligatoriedad que impone la Directiva OPAs de lanzar una OPA por el 100 % de las acciones cuando se supera el 30 % de su titularidad dificulta la toma de control de una sociedad cotizada. Este modelo de OPA obligatoria justifica la eliminación de las medidas anti-OPA previas a la oferta.

A nivel comunitario se intenta crear un *level playing field*⁴² donde se establezcan mecanismos para que las OPAs tengan posibilidades similares independientemente del Estado miembro en las que se oferten. La Directiva OPAs establece en este sentido que, respecto a los asuntos relacionados con el Derecho de sociedades, las normas aplicables serán las del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social (*lex societatis*), en particular, respecto a las condiciones en que el órgano de administración de la sociedad afectada puede emprender una acción para frustrar una oferta. Sin embargo, lo que pretende es combatir estas barreras anti-OPA neutralizando las que están predispuestas en pactos o estatutos sociales (art. 11 Directiva OPA), lo cual puede afectar a su efectividad, y por ello tienen carácter optativo (art. 12).

Existe una gran cantidad de mecanismos dentro del Derecho de sociedades que impiden su éxito, incluso antes del lanzamiento de la OPA, aunque esto depende de la regulación de cada Estado. Lo que se consigue con estas técnicas es seguir manteniendo el control sobre la sociedad e impedir o dificultar una OPA hostil. Pueden clasificarse en medidas preventivas (las que preceden a la oferta) y medidas defensivas (que se toman cuando ya se ha presentado la oferta).

⁴² Este fue el propósito del Informe Winter de 2002 (WINTER, J.: *Report of the High level group of Company Law Experts on issues related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, p. 2.): querían fijar reglas de juego uniformes en el ámbito europeo en materia de OPAs a través de recomendaciones.

7.1.1. Medidas preventivas

Desde un punto de vista jurídico, las medidas que previamente puede adoptar una sociedad cotizada frente a posibles OPAs hostiles son: estatutarias y contractuales⁴³. Después de que la OPA tenga éxito, estas cláusulas estatutarias y pactos parasociales ya se vuelven ineficaces.

En cuanto a las medidas preventivas estatutarias, en España, la más eficaz era hasta 2010 la limitación del número máximo de votos que podía emitir un mismo accionista o todos los que pertenecían al mismo grupo de sociedades⁴⁴. Por otra parte, en los estatutos se puede establecer un *quorum* de constitución de la Junta o mayorías de voto reforzadas para que se puedan aprobar ciertos acuerdos, tal como indica la LSC en su art. 194. De esta forma, una minoría podría impedir que salga adelante una decisión como una adquisición hostil.

Otra posible medida estatutaria sería establecer requisitos para poder ser nombrado consejero o para desempeñar cargos de importancia en el consejo de administración. Pueden consistir en tener cierta antigüedad dentro del cargo, o ser accionista durante un tiempo determinado antes de ser nombrado consejero. Esto dificultaría que un miembro de la sociedad adquirente pueda acceder a uno de estos cargos.

Si nos referimos a las medidas preventivas contractuales, algunas se prevén en contratos que celebra la sociedad, como acuerdos con una cláusula de cambio de control que afecte a los activos o a la emisión de valores que pueden desincentivar el lanzamiento de una OPA. Otras provienen de acuerdos suscritos por terceros, que pueden afectar a los derechos de voto, o a restricciones⁴⁵ en la transmisión de acciones previstas en pactos parasociales celebrados por los socios.

Pueden imponerse más medidas, por medio de sociedades de control piramidales, por ejemplo. O se pueden incluir acciones de voto múltiple (que es una de las medidas más extendidas en estados como Francia y Suecia, pero que han sido prohibidas en países como Italia, Austria, Alemania y España), y acciones de oro (accionistas o un Estado se reservan derechos especiales⁴⁶), entre medidas relativas a la junta de accionistas. En cuanto a medidas para los órganos de administración se encuentra la renovación escalonada de consejeros (*staggered boards*, utilizada en países como Estados Unidos,

⁴³ Clasificación de MENÉNDEZ, U.: *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*, 19 de septiembre de 2007, p. 59.

⁴⁴ El art. 527 LSC indica que se consideran ineficaces las cláusulas estatutarias que fijen el número máximo de votos que puede emitir un accionista o grupo de sociedades si tras una OPA el oferente alcanza el 70 % o más de capital con derechos de voto, salvo que no esté sujeto a medidas de neutralización equivalentes.

⁴⁵ Hablamos de restringir, y no de impedir, ya que el art. 123 LSC establece que son nulas las cláusulas estatutarias que hagan prácticamente intransmisible las acciones. Los valores son libremente transmisibles (art. 33.3 LMV), aunque las S.A. cotizadas pueden incluir cláusulas estatutarias limitándolas.

⁴⁶ En la actualidad su uso ya no es posible tanto en España como en Reino Unido: el TJUE en 2003 declaró ilegal la Ley 5/1995, de régimen jurídico de enajenación de participaciones públicas en determinadas empresas (como Repsol, Telefónica, Argentaria, Tabacalera y Endesa) por vulnerar la libertad de establecimiento y la libre circulación de capitales. *Vid.* Comisión c. España, Comisión c. Reino Unido de Gran Bretaña e Irlanda del Norte, STJUE 13 de mayo de 2003, CJE/03/37, asuntos C-463/00 y C-98/01.

no en España o Reino Unido⁴⁷) o las cláusulas de indemnizaciones elevadas para los administradores en caso de despido.

7.1.2. Medidas defensivas

En Europa, se tiende a pensar que los administradores deben mostrarse neutrales ante una OPA (*Passivity Rule*), por lo que la mejor opción es que los accionistas tomen las medidas previamente. De hecho, la propia legislación sobre OPAs se muestra contraria a que se introduzcan medidas anti-OPA una vez que ya se ha presentado una oferta, sin que además lo decidan los accionistas, que son a los que se quiere tutelar. Contrariamente, en Estados Unidos, una vez lanzada una OPA, el órgano administrativo de la sociedad afectada puede frustrar la operación utilizando alguna de estas estrategias:

- Planes de derechos de los accionistas⁴⁸ (*poison pills*, en inglés): es una técnica de defensa ante una OPA mediante la que se consigue que la sociedad opada sea menos deseable para la sociedad adquirente (se les da la opción a los accionistas para que adquieran las acciones a un precio muy inferior al real). En Europa su uso no es posible porque va en contra del principio de igualdad de trato a los accionistas.
- Venta de activos estratégicos (*crown jewels*): la empresa objeto de una OPA hostil decide vender o separar de la sociedad principal sus activos esenciales para desincentivar la compra. Por ejemplo, vender la línea de negocio que produce el producto que vende la empresa, o el departamento que tiene la propiedad intelectual del proyecto. Esto no está permitido en España por el art. 28.1.c) RD OPA.
- Contra-OPA (*Pac-Man defense*): la empresa objeto de una OPA hostil plantea, a su vez, una OPA por la sociedad adquirente. Su desventaja es que puede ser una estrategia costosa y los accionistas pueden sufrir pérdidas.
- Contratos blindados (*golden parachute*): en caso de adquisición por otra compañía, la empresa objetivo trata de disuadir al comprador firmando con sus principales directivos contratos que establecen ciertos beneficios como indemnizaciones desorbitadas en caso de despido, *stock options* o bonos en efectivo.

7.2. Neutralización de las medidas

Según el art. 28 RD OPA, desde el anuncio público de una OPA, y hasta la publicación del resultado de la oferta, los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada deben obtener la autorización previa de la junta general de accionistas⁴⁹ antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, y antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada. Esta limitación de la actuación de los órganos de administración de la sociedad afectada se concreta en que no pueden acordar ni iniciar ninguna emisión de valores, efectuar o promover operaciones sobre los valores, enajenar, gravar o arrendar inmuebles u otros activos, y repartir dividendos extraordinarios o remunerar a los accionistas de otra forma cuando pueda impedir el éxito de la oferta.

⁴⁷ Esto ocurre porque tanto en España (art. 223 LSC) como en Reino Unido (*Section 168 Companies Act*) se da potestad a la junta general para cesar o separar del cargo a los administradores, y la medida de *staggered boards* quita poder de decisión a los socios, lo cual no resulta compatible.

⁴⁸ Un ejemplo fue en 2012, cuando Netflix anunció un plan de derechos de los accionistas cuando el inversor Carl C. Icahn adquirió el 10 % de la empresa.

⁴⁹ Con la mayoría exigida por el art. 194 LSC.

El art. 28 RD OPA continúa señalando que la junta general de accionistas solo decide sobre la autorización o confirmación de la operación, y que los administradores deben redactar un informe escrito justificando las actuaciones para las que requieran la autorización o confirmación de la junta. Además, en relación con esto, la junta general debe aprobar toda decisión fuera del curso normal de las actividades de la sociedad que pueda frustrar el éxito de la oferta. Se contempla la excepción a esas obligaciones cuando se impide que siga adelante la oferta por la búsqueda de otras competidoras (la llamada búsqueda del *white knight*), y antes de iniciar cualquier emisión de valores que pueda impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada. Esto casa con el deber de pasividad (*Passivity Rule*) porque la decisión final sobre la oferta es de los accionistas a pesar de que suponga un fracaso de la OPA inicial. En virtud de lo anterior, cuando la OPA es hostil, los órganos de administración pueden promover la presentación de otras ofertas competidoras.

Este deber de pasividad para el órgano de administración de la sociedad afectada se encuentra en el art. 3.1.c) Directiva OPAs en cuanto que debe obrar en defensa de los intereses de la sociedad y no denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir sobre la idoneidad de la oferta. Se originó en el *Takeover Code* del Reino Unido y se basa en el conflicto de interés entre el órgano de administración de la sociedad afectada y los accionistas. También en que las decisiones sobre la OPA competen a estos últimos, por lo que los administradores deben abstenerse de realizar actuaciones que les impidan tomar dichas decisiones.

El art. 11 de la Directiva OPAs recoge la *Breakthrough Rule* (neutralización), que pretende dejar sin efecto las medidas que hacen que los accionistas minoritarios tengan derechos de voto desproporcionados, las limitaciones a la titularidad, o las restricciones a las transferencias de valores de los estatutos sociales o pactos parasociales. En caso de formulación de una OPA, los accionistas de la sociedad opada podrán transmitir sus valores libremente a pesar de las reglas que lo limiten. Se trata de una norma de transposición voluntaria para los Estados (art. 12 Directiva OPAs). Los que deciden no imponer la neutralización, lo complementan con el principio de reciprocidad (dejando de aplicar las medidas defensivas si el oferente no ha adoptado medidas de neutralización equivalentes), opción subsidiaria adoptada por España en el art. 29.6 RD OPAS.

En virtud de esto, hay un régimen legal para su neutralización en caso de que la sociedad sea objeto de una OPA, sobre todo si se trata de una OPA hostil. Las sociedades pueden convertir en ineficaces las restricciones (art. 135 LMV y art. 29 RD OPAS): a la transmisibilidad de valores de los pactos parasociales durante el plazo de aceptación de la oferta; al derecho de voto previsto en los estatutos sociales y los pactos parasociales en la junta general de accionistas; y a los dos supuestos anteriores cuando el oferente alcance un 70 % o más de capital con derechos de voto.

En relación con el procedimiento, esta neutralización la decide la junta general de accionistas de la sociedad con el *quorum* y mayorías reforzadas que determina la LSC. El consejo de administración elaborará un informe detallado adoptando las medidas de neutralización que pondrá a disposición de los accionistas (solo se aplica en relación con las acciones con voto). Deberán compensar por las posibles pérdidas que sufran los titulares de los derechos que se neutralicen, lo cual debe estar previsto con anterioridad en los estatutos sociales. La adopción de medidas de neutralización, al igual que su

posible revocación, se comunicará a la CNMV y a las autoridades de los demás Estados miembros en los que tengan acciones admitidas a negociación para que lo hagan público.

7.3. Derecho comparado

En cuanto a las posibles medidas anti-OPA, en Reino Unido⁵⁰, encontramos las acciones preferentes sin voto mediante las que se compensa la ausencia de voto con un dividendo preferente, es decir, las que no atribuyen a su titular el derecho a votar en las juntas generales e impugnar los acuerdos sociales, pero a cambio otorgan el derecho a percibir el dividendo adicional anual mínimo (fijo o variable) que venga establecido en los estatutos sociales⁵¹. Este tipo de acciones también se encuentra en el art. 499 LSC española, pero su uso no está muy extendido.

Siguiendo con Reino Unido, no destaca el uso de sociedades con control piramidal, como tampoco los pactos parasociales entre socios (en España, Gas Natural utiliza este tipo de pactos con sus accionistas Repsol y La Caixa⁵²). De todas formas, la exigencia del precio equitativo y la OPA obligatoria ya suponen un obstáculo para la presentación de las ofertas.

Figure 4.101: Shareholder structure of UK companies

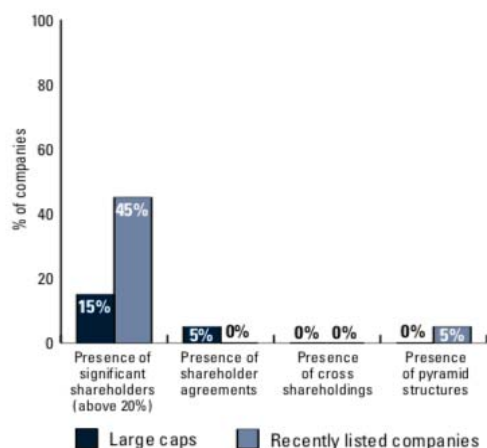
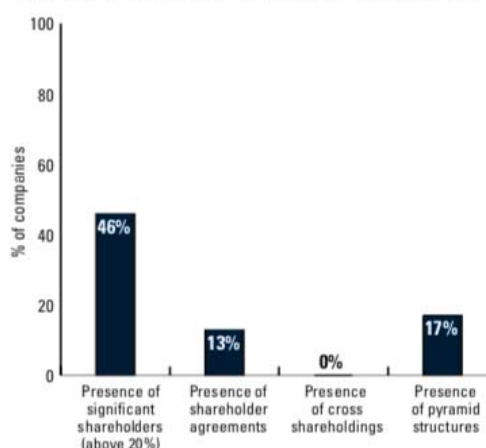


Figure 4.90: Shareholder structure of Spanish companies



Comparativa de las estructuras de accionistas de las sociedades inglesas y españolas (año 2007) en cuanto a la presencia de pactos parasociales.

Fuente: *Report on the Proportionality Principle in the European Union*.

Según Fernández Torres, I.⁵³ “en el Reino Unido el 69 % de las sociedades cotizadas no contienen ninguna medida defensiva (frente al 38-40 % en España); un 25 % de las compañías cotizadas en el Reino Unido incluyen una medida en los estatutos (frente al

⁵⁰ Cabe mencionar que a raíz del BREXIT, en Reino Unido, se ha reducido el número de adquisiciones de empresas a través de OPAs.

⁵¹ Definición de MARTÍNEZ LAGUNA, L.: “Diccionario económico: acción sin voto”. *Diario Expansión*. [en línea]. Disponible en <http://www.expansion.com/diccionario-economico/accion-sin-voto-contabilidad.html>

⁵² SHEARMAN & STERLING: *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, París, 2007, p. 35.

⁵³ FERNÁNDEZ TORRES, I.: *Lucas y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la junta general en relación con las medidas defensivas*, Universidad Complutense de Madrid, nº2008/18, 2008, p. 8.

49 % en España), un 3 % incluye dos cláusulas de blindaje frente al 13 % de las sociedades cotizadas españolas”. Se puede observar que el uso de estas medidas anti-OPA en las sociedades inglesas es más reducido. De hecho, se prohíben varias acciones en la *Part 22 CA 2006 (Section 797)* sobre las restricciones a la transferencia de acciones, al ejercicio de derechos de voto, etc.

La *CA 2006* permite a las empresas *opt in* o *opt out* del régimen de defensas previas a la oferta, por lo que tienen la opción de cancelar las medidas tomadas previamente o no (*Section 966* y ss.), como en España. *The Panel* considera que llevar a litigación el asunto para frustrar una OPA no está permitido; y una medida lícita podría ser ofrecer a los accionistas el pago de un dividendo especial o recomprar sus acciones si se frustra la oferta (lo cual no contradice la *Rule 21* del *Takeover Code*)⁵⁴.

Se establece también la cláusula prohibitiva de realizar cualquier acción que pueda frustrar la oferta (neutralización de medidas anti-OPA), en la *Rule 21.1* sobre *Restrictions on frustrating Action: When shareholders' consent is required* del *Takeover Code*, que dice que durante el transcurso de una oferta, e incluso antes de la fecha de la oferta⁵⁵, si el órgano de administración de la sociedad oferente tiene motivos para creer que se va a presentar una oferta de buena fe, el consejo no debe llevar a cabo ninguna acción, sin la aprobación de la junta general de accionistas, que pueda resultar en una oferta sin éxito o que resulte en negar la oportunidad a los accionistas de decidir al respecto. Esta regla de necesitar el consentimiento de la junta general de accionistas puede no aplicarse si el oferente consiente que la acción propuesta la lleve a cabo el consejo de administración de la sociedad afectada, entre otras excepciones.

En relación con la neutralización de las medidas, Reino Unido decidió no implementar la *Breakthrough Rule*, sino que decidieron permitir a las empresas con acciones con voto negociar en un mercado regulado para incluirse en esas provisiones si lo desean. Consideran que imponer el art. 11.4 Directiva OPAs no beneficiaría mucho a las sociedades, así que se les da la opción de elegir si aplican la neutralización o la regla de la reciprocidad en la Junta, donde necesitan contar con el apoyo de las tres cuartas partes de los accionistas con derecho de voto.

7.4. Conclusiones

Como vemos, si los ordenamientos jurídicos permiten a las sociedades obstaculizar las ofertas es porque se está admitiendo que las OPAs hostiles pueden llegar a ser perjudiciales, aunque “la gran variedad de soluciones normativas entre los distintos Estados europeos dificulta que se pueda alcanzar un tratamiento armonizado”⁵⁶. A través de estas medidas, los accionistas pueden obtener beneficios al tener mayor capacidad de negociación y de planificación de la empresa, asegurándoles un mejor precio, ya que cuanto menor probabilidad haya de recibir una OPA, mayor será el precio.

⁵⁴ SLAUGHTER AND MAY: *A Guide to Takeovers on the United Kingdom*, 2018, pp. 31-32.

⁵⁵ Cuando establece que: “even before the date of the offer if the board of the offeree Company has reasons to believe that a bona fide offer might be imminent”. Choca con el ordenamiento español, donde ejercitar acciones antes del anuncio de la oferta podría conllevar responsabilidad para los administradores.

⁵⁶ LEÓN SANZ, F. J.: *Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (Control-Enhancing Mechanisms, CEM). El cambio de rumbo*. Working Paper IE Law School. WPLS 10-08, 2010, p. 5.

Destaca que en España se suele recurrir al uso de los pactos parasociales, o al establecimiento de ciertas cláusulas en los estatutos sociales de las empresas. Por lo tanto, como posibles soluciones alternativas para Peyaco, podríamos encontrar⁵⁷:

- Sociedades de control piramidal: conservar la mayoría de la sociedad a través de otras sociedades.
- Tener participaciones cruzadas⁵⁸: derechos de voto distribuidos entre compañías del grupo, en caso de que hubiese grupo de empresas.
- Realizar un pacto parasocial entre varios socios relativo al derecho de voto⁵⁹ o la transmisibilidad de las acciones. Aunque no sería oponible a la sociedad⁶⁰.
- Incluir en los estatutos una cláusula de indemnización elevada en caso de despido de los administradores, o de duración mínima de los cargos.
- Fijar en los estatutos el número máximo de votos que puede emitir un accionista (art. 188.3 LSC), incluso con un *quorum* de mayoría reforzada para modificar la cláusula. Contrariamente, la doctrina recomienda que los estatutos de las sociedades cotizadas no limiten el número máximo de votos a emitir por un accionista⁶¹.
- Tener un contrato blindado con los cargos directivos (con *stock options*, por ejemplo).
- Realizar una contra-OPA a HighCommander.

Como ejemplo ocurrido en España podemos citar el caso de Endesa, que en sus estatutos sociales incluía una limitación al número máximo de votos por accionista del 10 %, incompatibilidades para ser designado consejero y duración del cargo. Sin embargo, se condicionó la eliminación de estos blindajes, tanto por Gas Natural⁶² como por E.ON⁶³ cuando anunciaron el lanzamiento de sus OPAs en el año 2006.

En conclusión, a pesar de los intentos, imponer medidas anti-OPA no disuade completamente de la formulación de ofertas, sino que solo las dificulta más. Además, se debe tener en cuenta en todo momento que la ley se inclina claramente hacia la prohibición de cualquier medida que pueda impedir el éxito de la oferta. Por eso, “el Derecho español es restrictivo con la posibilidad de establecer medidas defensivas, por lo que es partidario de una mayor libertad estatutaria”⁶⁴, aunque, como regla general, la doctrina indica que se deberían evitar también las medidas estatutarias cuya finalidad sea dificultar las OPAs.

⁵⁷ Hay que tener en cuenta que estas medidas no pueden tomarse una vez que se tiene la información de que se va a lanzar una oferta ya que podría incurrirse en responsabilidad.

⁵⁸ Art. 151 LSC: establece que no pueden exceder de un 10 % de la cifra del capital, excepto si es entre una filial y su sociedad dominante.

⁵⁹ Algunos autores lo consideran ilegítimo porque limitar el voto de los socios resulta a favor de los directivos: SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas*. Lección impartida en el Instituto de Empresa. Madrid, 2003, pp. 346-347.

⁶⁰ Vid. Apartado 9.1 sobre los pactos parasociales del presente trabajo.

⁶¹ CNMV: *Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas*, 2015, p. 17.

⁶² Vid. anuncio de OPA formulada por Gas Natural a Endesa en el BORME nº 45 del 06/03/06. p. 7032.

⁶³ Vid. anuncio de OPA formulada por E.ON a Endesa en el BORME nº 220 del 20/11/06. p. 37929.

⁶⁴ ALFARO ÁGUILA-REAL, J.: “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil y la alteración de la proporcionalidad en el capital y derecho de voto”, *Noticias de la UE*, nº 285, 2008, p. 19.

8. 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?

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

8.1. La no deslocalización de la empresa durante un período de 15 años

La operación de adquisición ya supone de por sí un incremento de la cuota de mercado en el sector, lo cual sitúa a EnergySoluciones y a Peyaco en una posición ventajosa respecto a la competencia, en concreto, se estaría reforzando la posición de Peyaco en el mercado al eliminar una sociedad competidora directa y no deslocalizar la empresa. A su vez, se produce una concentración geográfica dentro de España, de propiedades y de distribución de productos o servicios.

Según el art. 160 LSC, la junta general debe deliberar y acordar sobre el traslado de domicilio al extranjero, aunque en este caso se puede entender que se refiere a la deslocalización del negocio de producción en sí, en cuyo caso no haría falta el acuerdo de la junta general, pero igualmente se trataría de una conducta colusoria encuadrable en el art. 1.1. LDC como acuerdo que impide o restringe la competencia en todo o parte del mercado nacional consistente en limitar o controlar la producción o en el reparto de mercado⁶⁵. A nivel comunitario se recoge en los arts. 101 y 102 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE) sobre “Normas sobre competencia”.

En Reino Unido, se recoge en la *Competition Act 1998* junto con la *Enterprise Act 2002*. Igualmente, se prohíben las prácticas de las empresas inglesas que distorsionen, restrinjan o eviten la competencia dentro del país (*Section 2 Competition Act*: “agreements which have as their object or effect the prevention, restriction or distortion of competition within the United Kingdom, are prohibited”). Cuentan con la *Office of Fair Trading*, que se encarga de prohibir prácticas desleales en el mercado.

Por lo tanto, sería un acuerdo nulo de pleno derecho ya que se viola el principio de libre circulación de capitales (art. 63 TFUE) y mercancías (art. 26 TFUE), y el derecho de establecimiento⁶⁶ (art. 49 TFUE), en contra de la normativa estatal (derecho a la libertad de empresa del art. 38 CE⁶⁷, y art. 139.2 CE⁶⁸) y europea, por lo que se podría incumplir

⁶⁵ Definición general de reparto de mercado en la STS de 2 de noviembre de 2005 (ECLI:ES:TS:2005:6706): “cuando el acuerdo es en sí mismo y con independencia de sus efectos, una práctica prohibida por la LDC [...] y no cabe la menor duda de que el acuerdo entre una serie de empresas de un sector que establece una ordenación del mercado [...] constituye un concierto de voluntades que puede modificar y restringir la competencia”.

⁶⁶ Así lo declaró el Tribunal de Justicia de la UE (STJUE de 6 de marzo de 2008) cuando condenó a España porque la Comisión Nacional de la Energía impuso condiciones restrictivas similares (como la de mantener el domicilio social y el órgano de administración en España) a la posible adquirente de Endesa, la sociedad alemana E.ON.

⁶⁷ Según STC 96/2013, de 23 de abril (ECLI:ES:TC:2013:96): “implica el reconocimiento a los particulares de una libertad de decisión no sólo para crear empresas y, por tanto, para actuar en el mercado, sino también para establecer los propios objetivos de la empresa y dirigir y planificar su actividad en atención a sus recursos y a las condiciones del propio mercado. Entendida como libertad de actuación, de elección por la empresa de su propio mercado”.

⁶⁸ “Ninguna autoridad podrá adoptar medidas que directa o indirectamente obstaculicen la libertad de circulación y establecimiento de las personas y la libre circulación de bienes en todo el territorio español.”

sin incurrir en ningún tipo de responsabilidad dado que resulta un pacto contrario a la libre competencia por ser restrictivo en ese aspecto.

8.2. 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 Estatuto de los Trabajadores (ET) protege los derechos de los trabajadores. En virtud de ello, normalmente en los casos de sucesión de empresas, es decir, cuando existe un cambio de titularidad de una empresa cuya transmisión afecta a una entidad económica (entendida como conjunto de medios organizados a fin de llevar a cabo una actividad), no se extingue la relación laboral, sino que el nuevo empresario queda subrogado en los derechos y obligaciones laborales (art. 44 ET).

Sin embargo, en este supuesto no se está dando una sucesión de empresas (cuando hay sucesión de activos, o transmisión de la organización de la capacidad productiva, etc.). Si fuese este el caso, el trabajador también estaría obligado a ser subrogado. En caso contrario, tiene la opción de extinguir la relación laboral de forma voluntaria, pero perdiendo el derecho a la indemnización por despido y a la prestación por desempleo, porque las empresas solo quedan obligadas a prestar una indemnización en caso de despido que suele ser de 20 días por año trabajado (art. 53 ET).

En Reino Unido ocurre de la misma manera. Cuando haya una *business transfer* los trabajadores se subrogan al nuevo titular, y se les protege a través del TUPE⁶⁹ (*Transfer of undertaking*). Sin embargo, como ya se ha indicado, no hay una sucesión empresarial, ya que una mera compra de acciones no implica cambio de titularidad, no hay una fusión de empresas, por ejemplo. No hay que olvidarse de que, en el momento de anuncio de una OPA, se exige al oferente indicar sus intenciones a largo plazo en cuanto a los empleados (*Note 1 Rule 2.7 Takeover Code*).

Por lo tanto, la junta no entraría en la decisión de este punto, es un acuerdo meramente contractual y discrecional para la empresa adquirente, que puede decidir si llevar o no a cabo, sin perjuicio de las consecuencias que implique el incumplimiento del acuerdo ya que la OPA ha sido sometida a estas condiciones.

8.3. El mantenimiento de la marca⁷⁰ Peyaco durante 10 años

Mantener la marca sería una decisión del órgano de administración que podría entenderse como un acuerdo ventajoso: se está reforzando la empresa al eliminar un competidor directo y se sigue manteniendo una marca que ya es conocida y que tiene su propia clientela. Supone una ventaja competitiva con la que Peyaco reforzaría su posición, al

⁶⁹ Para más información: ACAS. *Transfer of undertakings (TUPE)*. [en línea]. Disponible en <http://www.acas.org.uk/index.aspx?articleid=1655>

⁷⁰ En relación con las marcas, según el art. 31 de la Ley 17/2001, de 7 de diciembre, de Marcas: “El registro de una marca se otorga por diez años contados desde la fecha de presentación de la solicitud y podrá renovarse por períodos sucesivos de diez años.” En cuanto su uso, el art. 39 indica que “Si en el plazo de cinco años contados desde la fecha de su registro, la marca no hubiere sido objeto por parte de su titular de un uso efectivo en España para los productos o servicios para los cuales esté registrada, o si tal uso hubiere sido suspendido durante un plazo ininterrumpido de cinco años, la marca quedará sometida a los límites y las sanciones previstos en” dicha ley, salvo que existan causas que justifiquen la falta de uso.

igual que ocurre con la no deslocalización de la empresa. Sin embargo, tal como sucedió en 2008 cuando la Comisión Nacional de la Energía⁷¹ impuso ciertas condiciones para que E.ON adquiriese Endesa (como, por ejemplo, mantener la marca de Endesa durante 5 años), el TJUE⁷² las calificó de restrictivas e incompatibles con el derecho comunitario.

Como consecuencia de las prácticas restrictivas de la competencia, el Real Decreto-ley 9/2017⁷³ establece un régimen compensatorio por los daños y perjuicios causados a raíz de estas operaciones estableciendo la responsabilidad de quienes infrinjan el Derecho de la competencia (se transpone la Directiva 2014/104/UE⁷⁴). En cuyo caso, esta condición sería nula. Visto lo anterior, en Reino Unido⁷⁵, estaríamos ante la misma situación ya que se trata de derecho comunitario y también se transpuso la anterior Directiva en la *UK Damages Implementation Act*.

8.4. El reparto entre los accionistas de Peyaco de un 15 % del total de las acciones de EnergySoluciones

El art. 146 LSC establece que una S.A. puede adquirir sus propias acciones o las de su sociedad dominante en determinadas condiciones. Se trata de las adquisiciones derivativas condicionadas: la adquisición debe ser autorizada por acuerdo de la junta general de la sociedad adquirente debiendo establecer la modalidad de adquisición, el número máximo de acciones, y la duración de la autorización como máximo de 5 años, entre otros. Al ser acciones de la sociedad dominante, también se necesita acuerdo de la junta general de esta sociedad.

Otra condición es que esta adquisición no puede causar que el patrimonio neto resulte inferior al importe del capital social más las reservas legal o estatutariamente indisponibles. Además, en el caso de las sociedades cotizadas, el valor nominal de las acciones adquiridas, sumado al que ya se poseyera junto con las filiales, y la sociedad dominante y sus filiales, no puede superar el 10 % del capital suscrito (art. 509 LSC). Los administradores deben controlar el cumplimiento de todo lo anterior⁷⁶, por lo que no sería

⁷¹ En España, la Comisión Nacional de la Energía era el ente que regulaba el mercado energético y de hidrocarburos hasta 2013, que fue cuando se integró dentro de la Comisión Nacional de Mercados y la Competencia (CNMC).

⁷² Se tuvo en cuenta a raíz de la Decisión de la Comisión de 26 de septiembre de 2006 relativa a un procedimiento de conformidad con el art. 21 del Reglamento (CE) n° 139/2004 del Consejo sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas (Asunto COMP/M.4197-E.ON/Endesa), p. 11, según la cual se pueden tomar medidas en estas operaciones solo si “protegen intereses distintos de los considerados por el Reglamento de concentraciones, y son necesarias y proporcionadas para la protección de intereses compatibles con el Derecho comunitario y no constituyen un medio de discriminación arbitraria o restricción encubierta al derecho de establecimiento o a la libre circulación de capitales o, en cualquier otro aspecto, una violación de los principios generales u otras disposiciones del Derecho comunitario.”

⁷³ Real Decreto-ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores.

⁷⁴ Directiva 2014/104/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la competencia de los Estados miembros y de la Unión Europea.

⁷⁵ Las marcas se regulan en la *Trade Marks Act* 1994.

⁷⁶ Son los que responden de las gestiones de autocartera y acciones propias, como en la STS n° 732/2014, de 26 de diciembre de 2014 (ECLI:ES:TS:2014:5724).

posible superar el límite máximo de autocartera del 10 % sin infringir la ley⁷⁷. En Reino Unido se recogen las *Treasury Shares* en la *Section 724 a 732 CA 2006* con los mismos límites que en España (no pueden exceder del 10 %, *Section 725*). Así que se limita la adquisición de acciones de autocartera a un 10 %, que Peyaco no podría superar.

8.5. La no emisión de nuevos valores de la sociedad ni el aumento del capital de la sociedad por un plazo de 10 años

La LSC prevé el aumento del capital social en su art. 295, donde establece que el aumento del capital social podrá realizarse por emisión de nuevas acciones⁷⁸ o por elevación del valor nominal de las ya existentes. Este acuerdo de aumento del capital social debe acordarse por la junta general respetando los requisitos para la modificación de los estatutos sociales (art. 285 y ss. LSC).

En el caso de que se realice el aumento elevando el valor nominal de las acciones, necesitan el consentimiento de todos los socios, salvo que sea con cargo a beneficios o reservas que ya figuren en el último balance aprobado. Otro requisito para ello es que en las S.A. el valor de cada acción social debe estar desembolsado en una cuarta parte como mínimo (art. 296 LSC). Además, el art. 510 LSC determina que las S.A. cotizadas no tienen límite legal máximo para emitir obligaciones.

El art. 160 LSC por su parte determina que la junta general debe deliberar y acordar sobre el aumento del capital social. Por lo tanto, de la ley se desprende que es la junta general la que toma estas decisiones y que tienen la facultad de decidir si se aumenta el capital social a través de la emisión de nuevos valores, que en el caso de las sociedades cotizadas no hay límites para su emisión, no pudiendo restringirse durante 10 años (tampoco se estaría beneficiando a la sociedad). Aunque la junta general puede delegar a los administradores ciertas facultades como la de señalar la fecha para llevar a efecto el acuerdo y fijar las condiciones que falten, o de acordar el aumento hasta una cifra que ellos consideren. También se les delega la redacción del artículo de los estatutos sociales una vez acordado y ejecutado el aumento (*vid.* art. 511 LSC).

Del mismo modo, en Reino Unido, los administradores no pueden emitir acciones sin la autorización de los accionistas (*Part 17 CA 2006 Chapter 2: Allotment of shares*). Se les impide la emisión de acciones, salvo que esté autorizado por los estatutos sociales o por los accionistas. Por otro lado, se permite que las *private companys* con solo un tipo de acciones emitan acciones sin el consentimiento de los socios, salvo que los estatutos lo prohíban (*Section 550*). Respecto al aumento de capital, este puede aumentarse a través de la emisión de derechos (valores), con preferencia para los socios actuales (*Section 561*).

⁷⁷ *Vid.* arts. 147 y 148 LSC: si hay infracción, deben enajenarse las acciones adquiridas en el plazo de un año o amortizarse a través de la reducción del capital. Ver también STS 889/2004, de 28 de septiembre de 2004 (ECLI:ES:TS:2004:5992).

⁷⁸ Por su parte, el art. 33 LMV indica que las emisiones de valores (en el mercado primario) no requerirán autorización administrativa previa y el emisor puede elegir la técnica para su colocación, por lo que hay libertad de emisión. En el mercado secundario, para que los valores se admitan a negociación, se requiere la verificación previa de la CNMV (art. 76 LMV).

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

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.

9.1. Los pactos parasociales

Actualmente, se admite la posibilidad de concertar acuerdos al margen del estatuto social al amparo del principio general de libertad contractual (art. 1255 CC). La Resolución de 24 de marzo de 2010 de la Dirección General de los Registros y del Notariado (DGRN) justifica la existencia de los pactos parasociales en que “la admisibilidad de los pactos de este tipo, se fundamenta en la existencia de una esfera individual del socio diferenciada de la propiamente corporativa, de manera que, en el ámbito de la primera, puede llegar a establecer vínculos obligacionales con otros socios sobre cuestiones atinentes a la compañía, sin modificar el régimen estrictamente societario y al margen de él.” Sin embargo, no existe una definición concreta de los mismos.

En general, este tipo de pactos es un acuerdo adoptado por todos o parte de los socios de una sociedad para concretar, completar o modificar sus relaciones internas y las relaciones legales o estatutarias que las rigen⁷⁹. La STS 589/2014 de 3 de noviembre de 2014 (ECLI:ES:TS:2014:4443) los define de esta forma: “Los llamados pactos parasociales o reservados, que preveían los arts. 7.1 TRSA y art. 11 LSRL (actualmente art. 29 LSC) son acuerdos celebrados por los socios que no son recogidos en los estatutos, destinados a regular cuestiones relacionadas con el funcionamiento u operativa de la sociedad, tales como pactos de sindicación de voto, de recompra de las participaciones, criterios para el nombramiento de administradores, etc., generalmente acompañados de cláusulas indemnizatorias en caso de incumplimiento”. Y es que todos los firmantes del pacto tienen la obligación de hacer todo lo necesario para lograr que se cumpla su contenido en virtud del art. 1258 CC (Paz-Ares, 2003), en caso contrario, la parte perjudicada puede ejercitar la acción de cumplimiento e indemnización por los daños y perjuicios.

Cabe destacar que, de forma general, no son oponibles frente a la sociedad, es decir, no tendrán efectos frente a ella. Así lo establece el art. 29 LSC sobre pactos reservados cuando señala que “los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad”, con la excepción de que la propia sociedad haya suscrito dicho pacto⁸⁰. Por tanto, los pactos parasociales tendrán efectos únicamente entre las partes, salvo que la propia sociedad también lo haya suscrito.

El Tribunal Supremo⁸¹ se manifestó al respecto disponiendo que “los llamados pactos parasociales o pactos reservados son acuerdos celebrados por los socios que no son recogidos en los estatutos, destinados a regular cuestiones relacionadas con el

⁷⁹ PAZ-ARES, C.: “El enforcement de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, nº 5/2003, p.19.

⁸⁰ No toda la doctrina está de acuerdo, no consideran oponibles los pactos ni aunque la sociedad tenga conocimiento: MARTÍNEZ ROSADO, J.: *Los pactos parasociales*, Marcial Pons, Madrid, 2017, p. 167.

⁸¹ STS 589/2014 de 3 de noviembre de 2014 (ECLI:ES:TS:2014:4443).

funcionamiento u operativa de la sociedad [...] la eficacia de los pactos reservados, propia de todo contrato, son vinculantes y afectan a quienes lo suscribieron, pero no a las personas ajenas a los mismos, entre ellas, la sociedad, para quien dichos pactos son *res inter alios acta* y no puede quedar afectada por los mismos”.

Igualmente se ha posicionado la Audiencia Provincial de Madrid⁸² expresando que: “el art. 29 LSC dispone que «los pactos reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad», de modo que la persona jurídica social no queda vinculada por esos acuerdos particulares que los socios no han hecho trascender al plano societario mediante su incorporación a los estatutos sociales”⁸³. En ambas sentencias se dispone que: “la mera infracción de un convenio parasocial no basta, por sí sola, para la anulación de un acuerdo social, si este no es contrario a los estatutos, a la ley o lesiona los intereses sociales en beneficio de uno o varios accionistas”. Por tanto, mientras el pacto parasocial respete esos requisitos, su infracción no es suficiente para anular el acuerdo.

Se sigue la interpretación del art. 119 del Código de Comercio (CdC) en cuanto a su validez y eficacia *inter partes*: “Toda compañía de comercio, antes de dar principio a sus operaciones, deberá hacer constar su constitución, pactos y condiciones, en escritura pública que se presentará para su inscripción en el Registro Mercantil, conforme a lo dispuesto en el artículo 17. [...] Los socios no podrán hacer pactos reservados, sino que todos deberán constar en la escritura social.” Es la forma de que estos tengan eficacia ante terceros, que consten en los estatutos o en escritura.

Por otro lado, la LSC incluye en su Capítulo VIII (art. 530 LSC y ss.) un régimen especial para los pactos parasociales en sociedad cotizada, cuya validez está sujeta a publicidad (en base al principio de transparencia), que son los que incluyen la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o restringen o condicionan la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas. También se incluyen dentro de los mismos los pactos parasociales entre socios o miembros de una entidad que ejerza el control sobre una sociedad cotizada. Se trata de un acuerdo que debe depositarse para hacerse público en el RM como hecho relevante, y debe ser comunicado de inmediato a la sociedad y a la CNMV, de lo contrario, no produce efecto alguno.

9.2. Derecho comparado

En Reino Unido también se sostiene de forma general que los pactos parasociales (*shareholders' agreements*) vinculan únicamente a las partes firmantes y no a la sociedad⁸⁴. Como suele ocurrir, no todos los accionistas son administradores, por lo tanto, a través de los *shareholders' agreements* se permite ejercer el control sobre cómo se llevan a cabo los asuntos empresariales, ya sea a través de establecer obligaciones o derechos, o especificando qué debe hacerse en circunstancias específicas⁸⁵. Su regulación es bastante reducida en la *Section 29 CA 2006*, donde se establece que los pactos deben estar suscritos por todos los accionistas para que sean públicos y formen parte de la

⁸² SAP Madrid nº 265/2016, de 8 de julio de 2016 (ECLI:ES:APM:2016:12863).

⁸³ En el caso Hotel Atlantis Playa (STS de 24 de septiembre de 1987): “los pactos privados son oponibles a la sociedad cuando esta no pueda considerarse, en atención a la realidad de sus socios, un tercero ajeno e independiente”. Había identidad de sujetos (socios y partes del pacto), por lo que sí era oponible.

⁸⁴ Vid. *Russell v. Northern Bank Development Corp Ltd* (1992), 1 WLR 588 (HL): la *House of Lords* sostuvo que el acuerdo podía vincular a los socios pero no a la sociedad en sí misma.

⁸⁵ WRAGG, M.: “Shareholders' Agreement”, *Ehl Pricketts Solicitors*, 2015.

company's constitution. Se debe tener en cuenta que los pactos parasociales no contradigan los estatutos sociales (*Articles of Association*). Igual que en España, la empresa debe suscribir el pacto para que sea oponible (*enforcement*) frente a la misma, lo cual es lógico ya que debe ser parte para que le vincule.

9.3. Conclusiones

En principio, es importante tener en cuenta que, dependiendo de cada caso, los efectos de los pactos parasociales son diferentes, ya que su eficacia y vinculación es un tema controvertido. Según el autor Paz-Ares: “si un pacto parasocial es válido, se convierte en ley entre las partes”, y en virtud del art. 1091 CC: “Las obligaciones que nacen de los contratos tienen fuerza de ley entre las partes contratantes, y deben cumplirse a tenor de los mismos”. Aunque la ley indica que no es oponible frente la sociedad⁸⁶, porque la regla general es que: “Ni la sociedad puede hacer efectivos los pactos parasociales frente a los socios, ni los socios pueden hacerlos efectivos frente a la sociedad”⁸⁷, de lo que podría desprenderse que los actos de EnergySoluciones para incumplir el pacto serían válidos. Como el pacto entre EnergySoluciones y Peyaco⁸⁸ ha sido entre los administradores de la sociedad, cabe hacer mención a los pactos de sindicatos para el órgano de administración (los que tienen por objeto al órgano de administración). Tienen contenido variado, donde se incluye la composición del órgano, pero parte de la doctrina no los considera válidos dado que implican una violación de los deberes de los administradores al no actuar conforme al interés social.

Sin embargo, las S.A. cotizadas tienen un régimen específico. Los pactos entre miembros de una sociedad que ejerce control sobre otra sociedad cotizada sí que son vinculantes: se comunican a la CNMV⁸⁹, se depositan en el RM, y se publican como hecho relevante para que produzcan efectos ante terceros⁹⁰. Aunque en este caso, el objeto de incluir en el órgano de administración a los administradores de Peyaco en un plazo de dos años no se incluye dentro de los pactos definidos por el art. 530 LSC para este tipo de sociedades (aquellos con importancia para el mercado de valores), la práctica es que se comunican igualmente⁹¹. Por último, no sería vinculante si el pacto en sí fuese nulo, tal como indica la doctrina⁹²: “son nulos todos aquellos pactos que se desvíen de una norma imperativa o contradigan los llamados principios configuradores del tipo”. También los que vayan en contra del orden público, o en los que falte alguno de sus elementos configuradores (art. 1261 CC).

⁸⁶ Una excepción a la oponibilidad pueden ser los pactos de atribución, porque su contenido se impone a personas que no lo han suscrito, y algún supuesto de los pactos de relación.

⁸⁷ PAZ-ARES, C.: *El enforcement de los pactos parasociales*, op. cit, p. 31.

⁸⁸ Se podría clasificar dentro de los pactos de organización porque expresa la voluntad de reglamentar la organización, funcionamiento y la toma de decisiones en la sociedad, teniendo por objeto el control social a través, en este caso, de la composición del órgano de administración.

⁸⁹ Vid. Anexo IV: Ejemplos de comunicación de pactos parasociales a la CNMV. Informe de Gobierno Corporativo en 2014. p. 139.

⁹⁰ Estas exigencias de publicidad en este tipo de pactos se deben a la importancia que tiene en el mercado de valores el principio de transparencia.

⁹¹ Los Informes de Gobierno Corporativo de la CNMV (como en Anexo IV) dejan ver que se comunican igualmente otros asuntos, incluso la composición del Consejo de Administración.

⁹² PAZ-ARES, C.: “La cuestión de la validez de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, nº extra 1/2011, p. 252 y ss.

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

10.1. Concentración empresarial y normas de defensa de la competencia

En los supuestos de OPAs en las que se dé una operación de concentración económica, es de aplicación la correspondiente normativa en materia de defensa de la competencia. Si se da ese caso, para la presentación de la OPA, el oferente deberá acreditar ante la CNMV que ha notificado la operación a las autoridades de defensa de la competencia correspondientes, y podrá optar por condicionar la oferta a la obtención de la autorización de dichas autoridades ajustándose al procedimiento del art. 26 RD OPA.

En la STC 108/2014, de 26 de junio (ECLI:ES:TC:2014:108) se justifica la intervención pública en esta materia indicando que: “Siendo indudable que las concentraciones económicas constituyen una manifestación de la libertad de empresa (art. 38 CE), [...] la necesidad de ordenar las condiciones de competencia en el mercado ha hecho que, desde la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la Competencia, se establezca un sistema de control de las fusiones empresariales que puedan tener un impacto negativo en la libre competencia”. Con este control, se pretende conseguir un equilibrio entre la libertad de empresa y el derecho a la competencia.

En España, las concentraciones económicas se regulan en la Ley de Defensa de la Competencia⁹³, cuyo art. 7 indica que se produce una concentración económica cuando tiene “lugar un cambio estable del control de la totalidad o parte de una o varias empresas como consecuencia de: la fusión de dos o más empresas, la adquisición por una empresa del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas, o la creación de una empresa en participación y, en general, la adquisición del control conjunto sobre una o varias empresas cuando desempeñen de forma permanente las funciones de una entidad económica autónoma”.

Continúa con que: “el control resultará de los contratos, derechos o cualquier otro medio que, teniendo en cuenta las circunstancias de hecho y de derecho, confieran la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre una empresa y, en particular, mediante: a) derechos de propiedad o de uso de la totalidad o de parte de los activos de una empresa, b) contratos, derechos o cualquier otro medio que permitan influir decisivamente sobre la composición, las deliberaciones o las decisiones de los órganos de la empresa”. Y existe ese control si se da el supuesto de grupo de sociedades según el art. 42 CdC.

Lo que caracteriza la concentración por lo tanto es el control, que debe ser estable o duradero según la legislación. Llama la atención que este concepto de control en el ámbito del Derecho de la competencia difiere del Derecho de OPAs. En el mercado de valores, sabemos que el control se encuentra respecto a la participación de control que obliga a lanzar la OPA, y esto no tiene por qué implicar que el adquirente ejerza una influencia decisiva sobre la empresa. Es decir, la adquisición de una participación de control según

⁹³ En Galicia, la Ley 14/2013, de 26 de diciembre, de racionalización del sector público autonómico crea el Instituto Gallego del Consumo y de la Competencia (<https://consumo.xunta.gal/>), y establece la Comisión Gallega de la Competencia como órgano colegiado independiente encargado de la defensa y promoción de la competencia en Galicia (http://www.tgdcompetencia.org/es/p_consello.php). Desde 2004, existen también el Tribunal Gallego de Defensa de la Competencia y el Servicio Gallego de Defensa de la Competencia.

la normativa OPAs no tiene por qué dar lugar a una concentración económica del Derecho de competencia.

10.2. Derecho comparado

En cuanto a las concentraciones económicas a nivel europeo⁹⁴, se regulan en el Reglamento 139/2004 de concentraciones⁹⁵ (*European Merger Regulation, EUMR*) que entiende que hay concentración económica cuando tiene “lugar un cambio duradero del control como consecuencia de: a) la fusión de dos o más empresas o partes de empresas anteriormente independientes, o b) la adquisición, por una o varias personas que ya controlen al menos una empresa, o por una o varias empresas, mediante la toma de participaciones en el capital o la compra de elementos del activo, mediante contrato o por cualquier otro medio, del control directo o indirecto sobre la totalidad o partes de una o varias otras empresas” (art. 3). También en los arts. 101 y 102 TFUE, que prohíben las prácticas *antitrust*.

El volumen de negocios que se tiene en cuenta al respecto (art. 5.1 Reglamento 139/2004) “incluira los importes resultantes de la venta de productos y la prestación de servicios por las empresas afectadas durante el último ejercicio correspondientes a sus actividades ordinarias, previa deducción de los descuentos sobre ventas, del impuesto sobre el valor añadido y de otros impuestos directamente relacionados con el volumen de negocios.”

En el Reino Unido, hay concentración empresarial cuando dos o más empresas se someten a propiedad o control de un mismo titular, el cual puede tener interés en controlar la política comercial o tener influencia material en la misma, y este tenga una facturación en el país de 70 millones de libras al año, o como resultado de la operación, las partes tengan una cuota de mercado de suministro de bienes o servicios del 25 % o más dentro del país (o una parte del mismo). La notificación en este caso sería voluntaria a la *Competition and Markets Authority*⁹⁶. Se regula en la *Competition Act 1998* y *Enterprise Act 2002*, y en estos casos se tiene en cuenta la *Rule 12.1* del *Takeover Code*.

10.3. Notificaciones

El Derecho de la competencia establece ciertos umbrales para que haya que notificar las operaciones de concentración a las autoridades de competencia, la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia (en adelante, CNMC) o la Comisión Europea, según si se alcanzan los umbrales comunitarios o no (art. 1 Reglamento 139/2004)⁹⁷. En España se recogen las concentraciones que deben notificarse a la CNMC en el art. 8 LDC:

- Cuando como consecuencia de la concentración se adquiriera o incrementara una cuota igual o superior al 30 % del mercado relevante de producto o servicio en el ámbito

⁹⁴ La Comisión Europea es la autoridad con jurisdicción exclusiva para revisar los asuntos de competencia que surjan a raíz de las OPAs con concentraciones de dimensión comunitaria.

⁹⁵ Reglamento 2004/139/CE del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

⁹⁶ Es la autoridad encargada de investigar las OPAs y tiene jurisdicción para decidir sobre los asuntos de competencia. Si se cumple con el umbral de notificación, el Secretario del Estado también puede intervenir.

⁹⁷ Vid. Anexo V: Test de aplicación de normativa europea según umbrales de concentraciones económicas del Reglamento 139/2004. SLAUGHTER AND MAY: *A Guide to Takeovers on the United Kingdom*, 2018, pp. 31 y 32.

- nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo. Quedan fuera las concentraciones que no superen los 10 millones de euros, si las empresas partícipes no tienen una cuota individual o conjunta igual o superior al 50 % del mercado nacional.
- Cuando el volumen de negocios global en España del conjunto de los partícipes supere en el último ejercicio contable la cantidad de 240 millones de euros, siempre que al menos dos de los partícipes realicen individualmente en España un volumen de negocios superior a 60 millones de euros.

El procedimiento de control de concentraciones económicas se aplica solo a las que alcancen estos umbrales dentro de España (*vid.* art. 55 LDC). En esos casos, los sujetos del art. 9.4 LDC⁹⁸ están obligados a notificar la concentración económica a la CNMC⁹⁹ antes de ejecutarla (art. 9.1 LDC). La CNMC debe autorizarla, prohibirla o condicionarla valorándola atendiendo a si se obstaculiza el mantenimiento de una competencia efectiva en todo o en parte del mercado nacional (art. 10.1 LDC). Por lo tanto, si no se autoriza es porque posiblemente obstaculiza el mantenimiento de una competencia efectiva. Si se trata de una OPA, debe existir además acuerdo del consejo de administración de la sociedad oferente, que debe haber anunciado previamente que quiere presentar la oferta.

Hay que tener en cuenta que para saber la cuota de mercado hay que basarse en el mercado del producto o servicio y en el mercado geográfico. El Reglamento de Defensa de la Competencia define la cuota de mercado resultante de una operación de concentración como la suma de las cuotas de mercado en el de las empresas partícipes. También fija los criterios para el cálculo del volumen de negocios¹⁰⁰ en España (arts. 4 y 5 RDC) que, en cuanto a la sociedad adquirente, son la suma de los volúmenes de negocios de la empresa partícipe, las controladas por la empresa partícipe (en exclusiva o conjuntamente), y las empresas que controlen a la empresa partícipe. Se tiene en cuenta todo el grupo de sociedades.

Las concentraciones a nivel comunitario deben notificarse a la Comisión Europea¹⁰¹ antes de su ejecución cuando se haya concluido el acuerdo, se haya anunciado la OPA o se haya adquirido una participación de control (art. 4 Reglamento 139/2004). También en el caso de una OPA, cuando hayan anunciado públicamente su intención de presentar tal oferta, siempre que dé lugar a una concentración de dimensión comunitaria¹⁰². La Comisión Europea resolverá al respecto teniendo en cuenta si son susceptibles de obstaculizar de forma significativa la competencia efectiva en el mercado común o en una parte sustancial del mismo, como consecuencia de la creación o refuerzo de una posición dominante, en

⁹⁸ Se obliga a notificar conjuntamente a las partes que intervienen en una fusión, creación de empresa en participación o adquisición del control social (total o parcial, de una o varias empresas); e individualmente a la parte que adquiere el control exclusivo sobre la empresa (total o parcial, de una o varias empresas).

⁹⁹ *Vid.* Modelos de formularios de notificación en Anexo II y III de la LDC. pp. 36 y ss. En este caso sería un formulario ordinario porque son empresas del mismo sector empresarial y geográfico.

¹⁰⁰ GOICOECHEA, P. ORTIZ, L.: “El final de una batalla: el TPI confirma que la OPA de Gas Natural sobre Endesa carece de dimensión comunitaria”. *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, nº 25, Madrid, 2006, p. 1008: “La única base válida para calcular el volumen de negocios de las empresas partícipes, y establecer con ello la dimensión de la operación, son las cuentas anuales auditadas de cada [empresa]”.

¹⁰¹ Endesa en 2006 recurrió la Decisión de la Comisión Europea de 15 de noviembre de 2005 sobre la OPA de Gas Natural (http://ec.europa.eu/competition/mergers/cases/decisions/m3986_15_2.pdf) que decía que no tenía dimensión comunitaria, sin embargo, el TPI desestimó el recurso poniendo de manifiesto la dimensión de las operaciones de concentración.

¹⁰² En cuyo caso dejará de aplicarse la normativa nacional en virtud del art. 21.3 Reglamento 139/2004.

cuyo caso, las declarará incompatibles con el mercado común (art. 2 Reglamento 139/2004)¹⁰³.

En consecuencia, tanto la CNMC como la Comisión Europea valoran las concentraciones económicas atendiendo a (art. 10 LDC y art. 2 Reglamento 139/2004): la estructura de todos los mercados relevantes; la posición en los mercados de las empresas afectadas, su fortaleza económica y financiera; la competencia de empresas dentro o fuera del territorio nacional; las posibilidades de elección de proveedores y consumidores; la existencia de barreras para el acceso a dichos mercados; la evolución de la oferta y de la demanda; el poder de negociación; las eficiencias económicas derivadas de la operación de concentración, la contribución que la concentración pueda aportar a la mejora de los sistemas de producción o comercialización así como a la competitividad empresarial, etc.

10.4. Conclusiones

A través de la adquisición empresarial por medio de la OPA, surge una acumulación de medios de producción en un solo negocio, actividad económica o titular. En este caso, se trata de una concentración empresarial horizontal, ya que EnergySoluciones y Peyaco pertenecen al mismo sector (eran competidoras tecnológicas en el mercado). El resultado de la adquisición puede derivar en la posible obstaculización de la competencia a través de un incremento de poder de mercado, de capacidad para aumentar precios, reducir producción, calidad, innovación o de influencia por otros medios en la competencia.

Para saber si en este caso se han respetado las normas de defensa de la competencia, se averigua a través de la cuota de mercado o del volumen de negocios. De todas formas, la cuota de mercado no resultaría suficiente para saber los efectos de una concentración empresarial, aunque sí que es un punto de partida. De ahí que se atiende a más factores, como los criterios de valoración sustantiva, e incluso criterios de interés general (art. 10.4 LDC). En general, una cuota de mercado superior al 50 % puede ser un indicio de que exista una posición dominante en el mercado¹⁰⁴, por ello quedan exentas de este control las empresas con un volumen de negocios en España que no supere los 10 millones de euros y con una cuota igual o inferior al 50 % en el mercado nacional.

Por lo tanto, en el caso de que esta adquisición diese lugar a una concentración empresarial que superase los umbrales establecidos para las autoridades españolas deberá notificarse a la CNMC¹⁰⁵, y se aplicará la legislación en materia de competencia de España. Sin embargo, si los umbrales se corresponden a las concentraciones de dimensión europea, se deberá notificar a la Comisión Europea para que lo examine y decida a través de un informe su autorización, prohibición¹⁰⁶ o bajo condición¹⁰⁷.

¹⁰³ Tiene un periodo inicial de 25 días hábiles desde la notificación para llegar a una decisión, prorrogables 35 días. Este periodo se conoce como investigación Fase II (*Phase II investigation*).

¹⁰⁴ STPI (Sala Quinta), de 30 de enero de 2007. Asunto T-340/03 (ECLI:EU:T:2007:22).

¹⁰⁵ En caso de no hacerlo, el art. 9 LDC indica que no podrá ejecutarse la operación hasta que haya recaído y sea ejecutiva la autorización expresa o tácita de la Administración, salvo si se levanta la suspensión.

¹⁰⁶ STG (Sala Tercera), de 6 de julio de 2010. Asunto T-342/07 (ECLI:EU:T:2010:280) por la que se declaró incompatible con el mercado común la operación de concentración entre Ryanair y Aer Lingus Group.

¹⁰⁷ El art. 7.1 Reglamento 139/2004 establece que: “no podrá ejecutarse antes de ser notificada ni hasta que haya sido declarada compatible con el mercado común en virtud de una decisión”.

11. CONCLUSIONES FINALES

Como hemos visto en el presente trabajo, se exige la obligatoriedad de formular una OPA en caso de adquirir una participación igual o superior al 30 %¹⁰⁸ dentro de una empresa, ya que ese porcentaje se considera como participación de control, de forma que hay suficiente poder de dominio para tomar decisiones dentro de una empresa. Sin embargo, las empresas adquirentes suelen buscar alternativas que eviten esa formulación conformándose con menos porcentaje, pero aun así les es exigible un alto nivel de transparencia informando en todo momento de las gestiones y titularidad de acciones¹⁰⁹, notificando a las autoridades competentes. Hay que tener en cuenta también que lanzar una OPA no es algo gratuito para el oferente, sino que conlleva unos costes de gestión¹¹⁰, como, por ejemplo, si se lleva a cabo un análisis de la situación de la sociedad, o el estudio necesario para ver cómo afectaría la adquisición al valor de la empresa.

Por su parte, las empresas objetivo también toman medidas para no ser adquiridas. En los casos en que el órgano de administración de la sociedad afectada no esté de acuerdo con ser absorbida, normalmente por miedo a ser reemplazados, estaremos ante una OPA hostil. Estas medidas anti-OPA, las cuales intenta evitar la legislación por medio de su neutralización, tienen ventajas y desventajas. Ventajas para los miembros de la sociedad opada que quieren evitar a toda costa ser absorbidos por una empresa de manera hostil. Y desventajas porque una excesiva prohibición de las mismas sería una medida intervencionista restringiendo así la autonomía estatutaria que podría incluso colisionar con el principio de libertad de empresa consagrado en la Constitución Española, lo cual provocaría una deslocalización hacia países donde la regulación es mucho más laxa, y porque tampoco se disuaden totalmente las OPAs, solo se dificultan. De todas formas, la legislación establece barreras (como la pasividad del consejo de administración para que no entorpezca salir adelante la oferta) porque con este tipo de OPAs se evita continuar con los gestores ineficientes de la empresa, velando así por los accionistas y la eficiencia económica.

Como consecuencia de las OPAs se crea un mercado de control, produciéndose una concentración económica que aumenta el poder de la sociedad adquirente, sobre todo si se trata de una empresa competitiva del mismo sector que la sociedad opada, en cuyo caso deberá atenderse a la cuota de mercado y volumen de negocio junto con los umbrales legales establecidos para notificar a las autoridades de la competencia, aspecto del cual se ocupan las leyes de defensa de la competencia para evitar que se monopolice el mercado y se actúe en contra de la libre circulación de capitales y mercancías. Por ello, la normativa europea intenta evitar ciertas conductas *antitrust* que restrinjan o impidan la competencia como ocurriría si hay una posición dominante en el mercado, se limitase la producción o distribución, o se repartiese el mercado, incluso a través de actos

¹⁰⁸ Los requisitos para las OPAs obligatorias por toma de control son: se emiten por el 100 % de las acciones, debe dirigirse a todos los accionistas, a un precio equitativo, y sin estar sujetas a ninguna condición, respetando en todo momento el principio de igualdad de trato a los accionistas.

¹⁰⁹ Si se omite la obligación de comunicar a la CNMV la adquisición de una participación significativa de otra empresa, se sanciona administrativamente con pena de multa (STS nº rec. 7105/2004, de 24 de enero de 2008. ECLI:ES:TS:2008:255).

¹¹⁰ Puede pactarse a través de la *break-up fee* del art. 42.4 RD OPA que en caso de que no prospere la OPA inicial, la sociedad opada deba pagar una comisión por los gastos en que incurrió la que iba a ser la sociedad adquirente.

encubiertos. Y no solo se intentan evitar con legislación y autoridades a nivel europeo, también a nivel nacional y autonómico¹¹¹.

En el mercado de valores prima la importancia que se da al principio de transparencia y al derecho a la información tanto para los socios, que tienen que tener tiempo e información suficientes para tomar decisiones (por ello los oferentes tienen la obligación de publicar folletos informativos, y la sociedad afectada los informes del órgano de administración –se exige que emitan su opinión para evitar situaciones de conflicto de intereses–), como para las sociedades involucradas. El objetivo es proteger al inversor evitando incurrir en mala información. Esto justifica que se exija constantemente un cumplimiento con el deber de buena fe, lealtad y cuidado a los administradores, y que se recojan esos principios como la base del funcionamiento de este tipo de operaciones en los Códigos de buen Gobierno, en las leyes nacionales (en España y en Reino Unido) y en el Derecho Internacional. Es el motivo por el que se intenta armonizar toda la materia al respecto, para poder conseguir un *level playing field* donde exista cierto nivel de igualdad en los distintos países en cuanto a las posibilidades de que una OPA salga adelante (así lo valoró el Informe Winter en 2002).

El papel del órgano de administración en este ámbito es esencial. Deben velar por el interés social y gestionar la empresa de la forma que les es exigible con la suficiente diligencia e informando en todo momento según el procedimiento indicado (lo que se conoce como *business judgement rule* en el sistema anglosajón). Por lo tanto, tienen que evitar incurrir en conflicto de intereses con los de la sociedad, en cuyo caso, estarían infringiendo sus deberes, llegando a causar daños y perjuicios a la empresa y/o los socios. Como consecuencia de sus actuaciones ilícitas, los miembros del órgano de administración serían responsables: civil (por esos daños y perjuicios a la sociedad y/o los socios), penal (si han cometido algún acto calificado como delito) y administrativamente (si incumplen con alguna norma legal y sin perjuicio de la sanción penal impuesta).

En cuanto a los accionistas, deben poder recibir la información necesaria con suficientemente tiempo para que sus decisiones sean fundadas, y dentro de la junta general llegan a tomar decisiones de gran importancia para la sociedad, como, por ejemplo, autorizar previamente los actos a realizar respecto de la oferta por parte de los administradores (deben tener la posibilidad de decidir sobre la oferta). Además, pueden firmar pactos parasociales¹¹² entre ellos que no sean oponibles frente a terceros ni frente a la sociedad, lo cual todavía es un asunto controvertido dentro de la propia doctrina. Una parte considera que si la sociedad tiene conocimiento del mismo, sí le vincula, sin embargo, otra parte no está de acuerdo ya que se fundamenta en la literalidad del art. 29 LSC que los considera inoponibles. Aunque dentro de las sociedades cotizadas encontramos un régimen específico mediante el que se les exige publicidad para que tengan efectos debido al mencionado principio de transparencia en este ámbito, y puede considerarse que por ello, en esos casos, lo que se pretende con esa publicidad es que sean vinculantes.

¹¹¹ Como hemos visto, Galicia tiene sus propios órganos de la competencia.

¹¹² Aunque la mayoría de veces solo se nombra a los socios como parte, no son los únicos que pueden llevar a cabo este tipo de pactos, se reconoce que los pactos entre miembros de una sociedad que ejerce el control sobre una sociedad cotizada tienen los mismos efectos.

Hacer una comparativa sobre las distintas cuestiones societarias con el Derecho inglés ha supuesto una tarea costosa, pero que pone de relieve las diferencias y similitudes entre las prácticas y la legislación de ambos países, ya que en las operaciones bursátiles suelen tomar parte empresas extranjeras y se debe tener en cuenta también la regulación de ese país (dentro de nuestra legislación –en la LMV– encontramos en todo momento referencias a las mismas). Muchas veces destaca que las Directivas europeas han usado como referencia los códigos o leyes inglesas, como en el caso del deber de pasividad (*Passivity Rule*) que se originó en el *Takeover Code*. También destaca la similitud en cuanto a exigencias, aunque algunas de las prácticas difieran, como con las medidas anti-OPA a las que se recurre mucho menos en Reino Unido que en España.

Por último, llama la atención el intervencionismo por parte de las autoridades u organismos públicos en este ámbito de las sociedades cotizadas. Esto está justificado por la legislación, en concreto, en la Exposición de Motivos IV de la LSC, bajo el argumento de que se orienta “por una parte a la protección del inversor, y por otra a la estabilidad, eficiencia y buen funcionamiento de los mercados financieros”. En conclusión, las sociedades cotizadas (más aún en este caso, el órgano de administración de las sociedades afectadas) deben tener en cuenta que sus decisiones afectan a terceros, y de ahí que se les exija veracidad en la información y un deber de cuidado que no es exigible en otro tipo de sociedades ni de ámbitos.

12. BIBLIOGRAFÍA

ACAS. *Transfer of undertakings (TUPE)*. [en línea]. Disponible en <http://www.acas.org.uk/index.aspx?articleid=1655> [Consulta: 2 de junio de 2019].

ALFARO ÁGUILA-REAL, J.: “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil y la alteración de la proporcionalidad en el capital y derecho de voto”, *Noticias de la UE*, nº 285, 2008, p. 19.

APARICIO ROQUEIRO, C. L.: “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas”, CNMV, *Cromotex, Monografía nº 20*, Madrid, 2007.

ARIAS VARONA, F. J. RECALDE CASTELLS, A.: *Comentario práctico a la nueva normativa de gobierno corporativo: Ley 31/2014, de reforma de la Ley de sociedades de capital*. Dykinson, Madrid, 2015, p. 85.

BARRACHINA, E.: *Derecho del Mercado de Valores*, 2ª Edición, Grupo Difusión, Madrid, 2017.

CAMPUZANO, A. B. PALOMAR OLMEDA, A. CALDERÓN, C.: *El Derecho de la competencia*, 2ª Edición, Tirant lo Blanch, Valencia, 2019.

CNMV: *Código de Buen Gobierno de las sociedades cotizadas*, 2015, p. 17.

CNMV: *Memoria 2000*, Fer/Edigrafos, 2001.

CNMV: [en línea]. Disponible en www.cnmv.es [Consulta: 5 de abril de 2019].

COMISIÓN EUROPEA: “Commission Staff Working Document: Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids”, de 25 de marzo de 2013. [en línea]. Disponible en <http://www.europarl.europa.eu/sides/getDoc.do?pubRef=-//EP//TEXT+REPORT+A7-2013-0089+0+DOC+XML+V0//ES> [Consulta: 12 de abril de 2019].

CONDE AMO, I. B. CONDE LÓPEZ, A.: *Mercados Financieros II: Análisis y gestión de valores bursátiles*, 1ª Edición, Colex, Madrid, 2003.

CORPORATE FINANCE INSTITUTE (CFI): *Poison pill: what is a poison pill?* [en línea]. Disponible en <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/poison-pill-shareholder-rights-plan/> [Consulta: 2 de mayo de 2019].

CORTÉS, L. J.: *Lecciones de contratos y mercados financieros*, Civitas Ediciones, Madrid, 2004.

DE DIOS MARTÍNEZ, L. M.: “La OPA por toma indirecta o sobrevenida del control”, *Revista Derecho de Sociedades*, nº 33, Madrid, 2010.

Décision de la Commission des sanctions du 25 juin 2013 à l'égard de la société LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton. Disponible en https://www.amf-france.org/Resultat-de-recherche?TEXT=vuitton&LANGUAGE=fr&isSearch=true&simpleSearch=true&valid_recherche=Valider [Consulta: 10 de junio de 2019].

DURO, M. BONETTI, P. ORMAZABAL, G.: “Opas sigilosas: ¿accionistas ocultos comprando tu empresa?” *La revista de análisis financiero*, Instituto Español de Analistas Financieros. [en línea]. Disponible en <https://analisfinanciero.ieaf.es/publicaciones-la-revista-analisis-financiero-4/etica-y-desempeno-profesional/126-opas-sigilosas-accionistas-ocultos-comprando-tu-empresa> [Consulta: 23 de mayo de 2019].

E.ON ZWÖLFTE VERWALTUNGS, GMBH: *Anuncio de Oferta Pública de Adquisición de acciones de Endesa, S.A. formulada por E.ON ZWÖLFTE VERWALTUNGS, GmbH.* BORME nº 220 del 20/11/06. p. 37929.

FERNÁNDEZ TORRES, I.: *Luces y sombras en la reforma de OPAs: el papel de la junta general en relación con las medidas defensivas*, Universidad Complutense de Madrid, nº 2008/18, 2008, p. 8.

FINANCIAL REPORTING COUNCIL: *The UK Corporate Governance Code*, London, 2016, p. 22.

GAS NATURAL SDG, S.A.: *Anuncio de Oferta Pública de Adquisición de acciones de Endesa, S.A. formulada por Gas Natural SDG, S.A.* BORME nº 45 del 06/03/06. p. 7032.

GIL SALDAÑA, A.: *Sistema financiero español: manual práctico*, 1ª Edición, Aranzadi, Pamplona, 2019.

GOICOECHEA, P. ORTIZ, L.: “El final de una batalla: TPI confirma que la OPA de Gas Natural sobre Endesa carece de dimensión comunitaria”, *Revista de Derecho Comunitario Europeo*, ISSN 1138-4026, núm. 25, Madrid, 2006, pp. 1003-1015.

Informe de la Comisión de Asuntos Jurídicos, de 25 de marzo de 2013 sobre la aplicación de la Directiva 2004/25/CE relativa a las ofertas públicas de adquisición, 2012/2262(INI).

JUSTE MENCÍA, J. RECALDE CASTELLS, A.: *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010.

LARGO GIL, R.: *La neutralización de las medidas anti-OPA preventivas*. 1ª Edición. Aranzadi, 2007.

LEÓN SANZ, F. J.: *Los mecanismos de control reforzados en las sociedades cotizadas (Control-Enhancing Mechanisms, CEM). El cambio de rumbo*, Working Paper IE Law School, WPLS 10-08, 2010, p. 5.

MARTÍNEZ LAGUNA, L.: “Diccionario económico: acción sin voto”. *Diario Expansión*. [en línea]. Disponible en <http://www.expansion.com/diccionario-economico/accion-sin-voto-contabilidad.html> [Consulta: 20 de mayo de 2019].

- MARTÍNEZ ROSADO, J.: *Los pactos parasociales*, Marcial Pons, Madrid, 2017, p. 167.
- MENÉNDEZ, A. ROJO, Á.: *Lecciones de Derecho Mercantil: volumen II*, 16ª Edición, Civitas, Madrid, 2018.
- MENÉNDEZ, U.: *Guía sobre el nuevo régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición de valores*, 19 de septiembre de 2007, p. 59.
- PAZ-ARES, C.: “El enforcement de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, nº 5/2003, p.19.
- PAZ-ARES, C.: “La cuestión de la validez de los pactos parasociales”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, nº extra 1/2011, p. 252 y ss.
- PÉREZ MILLÁN, D.: *Reflexiones sobre la junta general de sociedades de capital. De la posible impugnación de acuerdos sociales por infracción de pactos parasociales*, Ilustre Colegio Notarial de Madrid, 20 de abril de 2009.
- RHEE, J.: “Creeping Acquisitions in Europe”. *HLS Forum on Corporate Governance and Financial Regulation*, 2014. [en línea]. Disponible en <https://corpgov.law.harvard.edu/2014/11/05/creeping-acquisitions-in-europe/> [Consulta: 28 de abril de 2019].
- ROACH, L.: *Company Law Concentrate: Law Revision and Study Guide*, Fifth Edition, Oxford, 2018.
- RUSSELL-COOKE: *Overview of Directors’ Duties under the Companies Act 2006*, 2009, p. 3.
- SÁNCHEZ ANDRÉS, A.: *Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas*, Lección impartida en el Instituto de Empresa, Madrid, 2003, pp. 346-347.
- SÁNCHEZ CALERO, F.: *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, 1ª Edición, Civitas, Navarra, 2009.
- SEBASTIÁN QUETGLAS, R.: *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, La Ley, Madrid, 2016, pp. 493 y ss.
- SHEARMAN & STERLING: *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, París, 2007, p. 35.
- SLAUGHTER AND MAY: *A Guide to Takeovers on the United Kingdom*, 2018, pp. 31-32.
- TAPIA HERMIDA, A. J.: *Fusiones y OPAs Transfronterizas*. 1ª Edición, Aranzadi, 2007.

THE TAKEOVER PANEL: *About the Panel*, UK, 2019. [en línea]. Disponible en <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/structure> [Consulta: 12 de abril de 2019].

WEBB, Q.: *Creeping takeovers stalk European M&A*, Reuters, Londres, 2011. [en línea]. Disponible en <https://www.reuters.com/article/us-ma-stealth/creeping-takeovers-stalk-european-ma-idUSTRE70H3CG20110118> [Consulta: 17 de abril de 2019].

WINTER, J.: *Report of the High level group of Company Law Experts on issues related to Takeover Bids*, Brussels, 10 January 2002, p. 2.

WRAGG, M.: “Shareholders’ Agreement”, *Ehl Pricketts Solicitors*, 2015.

ZUNZUNEGUI, F.: *Derecho del Mercado Financiero*, 3ª Edición, Marcial Pons, 2005.

ZUNZUNEGUI, F.: “La suspensión de la OPA de Gas Natural sobre Endesa y los intereses en juego”, *Revista de Derecho del Mercado Financiero*, Universidad Carlos III, 2006, pp. 1-5.

12. ANEXOS

Anexo I: Fichas del inversor. CNMV. Oficina de Atención al Inversor. *Las OPAS: qué son y cómo actuar*.

Anexo II: Informe del órgano de administración de TecnoCom (21 de marzo de 2017).

Anexo III: Cuadro 9.3 y 9.4 (p. 60) de la Memoria 2000 de la CNMV. Tipos de infracciones en expedientes. Sanciones impuestas.

Anexo IV: Ejemplos de comunicación de pactos parasociales a la CNMV. Informe de Gobierno Corporativo de la CNMV en 2014. p. 139.

Anexo V: Test de aplicación de normativa europea según umbrales de concentraciones económicas del Reglamento 139/2004. *SLAUGHTER AND MAY: A Guide to Takeovers on the United Kingdom*, 2018, pp. 31 y 32.

Anexo VI: Apéndice jurisprudencial.

Anexo VII: Apéndice legislativo.

Oficina de Atención al Inversor

Las opas. Qué son y cómo actuar

- Es necesario tener muy presente el calendario de la opa. El plazo para la aceptación de la oferta, no podrá ser inferior a quince días naturales ni superior a setenta.
- La orden de aceptación podrá revocarse en cualquier momento antes del último día del plazo de aceptación de la oferta.
- Cuando exista más de una opa sobre la misma sociedad, los accionistas podrán presentar declaraciones de aceptación múltiples, siempre que se indique el orden de preferencia y que dichas declaraciones se hagan llegar a todos los oferentes competidores.

- **Compra/venta forzosa (*squeeze out/sell out*).** Se dan en opas lanzadas sobre el 100% de las acciones de una compañía, cuando al final del plazo de aceptación quedan accionistas que no han vendido (no más del 10% del capital) y la oferta ha sido aceptada por, al menos, el 90% de los valores a los que se dirige.

En tales casos, el oferente puede exigir a los accionistas la venta de sus acciones, al precio de la opa. Todos los gastos derivados de la compraventa y su liquidación son por cuenta del oferente. De igual manera, cualquier accionista puede exigir al oferente que le compre sus acciones al mismo precio. En este caso, los gastos correrán por cuenta del accionista.

El plazo máximo para exigir la venta (por parte del oferente) o la compra (por parte del accionista) es de tres meses desde que finalice el plazo de aceptación de la oferta.

- En las opas de **exclusión**, si el inversor opta por conservar sus acciones deberá ser consciente de las implicaciones de la nueva situación: pérdida de liquidez y menos información de la compañía.



Oficina de Atención al Inversor
902 149 200

Esta ficha tiene carácter divulgativo y genérico por lo que no puede constituir un soporte para posteriores interpretaciones jurídicas, siendo la normativa en vigor la única fuente a estos efectos.

Miguel Ángel, 11 • 28010 Madrid
Fax 91 585 17 01

Passeig de Gràcia, 19 • 08007 Barcelona
Fax 93 304 73 10

Inversores@cnmv.es

HORARIO DE ATENCIÓN

9:00 – 19:00, de lunes a viernes

www.cnmv.es



ANEXO I

EDICIÓN SEPTIEMBRE 2009

Oficina de Atención al Inversor

1. ¿Qué es una opa?

Una oferta pública de adquisición (opa) es 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).

2. Tipos de opas

Las opas reciben distintas denominaciones, según su finalidad y características:

- **Opas obligatorias / opas voluntarias:** la legislación establece determinados supuestos en los que es obligatorio lanzar una opa (toma de control, exclusión y reducción de capital). Las opas obligatorias se presentan por el 100% de las acciones de la compañía a un precio equitativo y no pueden estar sujetas a condición alguna. Las opas voluntarias no están sujetas a requisitos legales de precio o número de acciones y el oferente sí puede establecer condiciones.

- Las opas por toma de control tienen como finalidad permitir a los accionistas de la sociedad opada vender sus acciones a un precio equitativo, una vez que la sociedad oferente tiene el control de la sociedad opada.

- Se habla de opa competitiva cuando la oferta afecta a valores sobre los que ya se ha presentado otra opa cuyo plazo de aceptación aún no ha finalizado.

- Las opas de exclusión tienen como objetivo permitir a los accionistas vender sus acciones antes de que la compañía deje de cotizar en bolsa; en este tipo de opas la contraprestación será siempre en dinero.

- Las opas se consideran "amistosas" si se presentan tras un acuerdo entre la sociedad oferente y los accionistas significativos o el Consejo de Administración de la sociedad opada. Si no media acuerdo previo, suelen denominarse "opas hostiles", si bien este calificativo no prejuzga su posible interés para los accionistas.

3. Información disponible para el accionista

Aunque los medios de comunicación suelen dedicar mucha atención a este tipo de operaciones, siempre es aconsejable consultar la información oficial disponible en los registros públicos de la CNMV:

- **El folleto de la opa.** Recoge toda la información precisa para que el inversor se forme un juicio fundado sobre la oferta: los valores a los que se dirige, la contraprestación ofrecida, los gastos y plazo para la aceptación, condiciones y finalidad de la operación, procedimientos de aceptación y liquidación...
- **El anuncio de la opa.** Resume los principales puntos de la oferta.

- **El informe del Consejo de Administración de la sociedad opada.** Indica si existe algún acuerdo entre la sociedad opada y la oferente, la opinión de los miembros del Consejo sobre la oferta y qué decisión van a adoptar ellos en relación con sus acciones.

- Es fundamental el seguimiento de los hechos relevantes que puedan acontecer desde el anuncio de la oferta hasta su liquidación.

Esta información puede obtenerse en:

- Las páginas web de las sociedades opada y oferente (si cotiza en la bolsa española).
- En la CNMV (www.cnmv.es).
- En el domicilio social del oferente.

Además los inversores siempre pueden acudir a la Oficina de Atención al Inversor de la CNMV para aclarar cualquier duda relacionada con la operación.

4. Recuerde

- **Acudir a una opa siempre es voluntario.** El inversor es quien en última instancia decide si vende o no sus acciones. En ningún caso el hecho de no acudir a una opa implica la pérdida de las acciones.
- Con independencia de lo que se refleje en los medios de comunicación, el inversor siempre debe consultar el folleto de la opa.
- Si el inversor decide acudir a la opa, debe manifestarlo de forma expresa presentando una orden de aceptación en la entidad donde tenga depositadas sus acciones.
- Consulte en su entidad los canales habilitados específicamente para cursar sus instrucciones (oficinas, banca telefónica, internet...).



Madrid, 21 de marzo de 2017

A LA COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

De conformidad con lo previsto en el artículo 228 de la Ley del Mercado de Valores, Tecnocom Telecomunicaciones y Energía, S.A. (Tecnocom) comunica a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) el siguiente

HECHO RELEVANTE

De acuerdo con lo previsto en el artículo 134.4 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, que aprobó el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores y en el artículo 24 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, el Consejo de Administración de Tecnocom, reunido en su domicilio social, ha aprobado el "Informe del Consejo de Administración de Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A. relativo a la oferta pública de adquisición formulada por Indra Sistemas, S.A."

Adjunto a este Hecho Relevante remitimos el mencionado informe.

Atentamente,

Informe del Consejo de Administración de TecnoCom, Telecomunicaciones y Energía, S.A. relativo a la oferta pública de adquisición formulada por Indra Sistemas, S.A.

El 13 de marzo de 2017 la Comisión Nacional del Mercado de Valores ("CNMV") autorizó la oferta pública de adquisición (la "OPA" o la "Oferta") sobre la totalidad de las acciones de TecnoCom, Telecomunicaciones y Energía, S.A. (la "Sociedad") formulada por Indra Sistemas, S.A. (el "Oferente" o "Indra"). La autorización de la Oferta por la CNMV fue anunciada mediante hecho relevante publicado el 13 de marzo de 2017.

Los términos y condiciones de la Oferta están descritos en el folleto aprobado por la CNMV (el "Folleto") que ha sido puesto a disposición del público de conformidad con el artículo 22 del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores ("RD de OPAs").

De conformidad con el artículo 134.4 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, que aprobó el Texto Refundido de la Ley del Mercado de Valores ("TRLMV") y con el artículo 24 del RD de OPAs, el Consejo de Administración de la Sociedad, reunido en su domicilio social, ha redactado y aprobado el siguiente informe en relación con la Oferta, dando cumplimiento a lo previsto en las citadas normas.

1 Principales características de la Oferta

En el Folleto se describen de forma detallada todos los aspectos y condiciones de la Oferta. No obstante, de conformidad con el Folleto y sin que ningún Consejero se pronuncie o califique el mismo, las principales características de la Oferta son, a juicio del Consejo, las siguientes.

1.1 Oferente

El Oferente es Indra Sistemas, S.A., sociedad anónima con domicilio social en Alcobendas (Madrid), Avenida de Bruselas 35, con N.I.F. A-28599033 e inscrita en el Registro Mercantil de Madrid, al tomo 865, folio 28 y hoja M-11339. Su nombre comercial es "Indra".

El Oferente no está controlado por ninguna persona o entidad. Con arreglo a la información contenida en el Folleto, referida al 6 de marzo de 2017, los principales accionistas del Oferente son la Sociedad Estatal de Participaciones Industriales (S.E.P.I.) (20,14%), Corporación Financiera Alba, S.A. (11,32%), FMR LLC (7,53%), Schroders PLC (3,45%) y T. Rowe Price Associates, Inc. (3,23%). Dado que Indra es titular de acciones en autocartera representativas del 0,17% de su capital social, el resto de accionistas son titulares del 54,16% de las acciones del Oferente.

1.2 Valores a los que se extiende la Oferta

Sin perjuicio de lo que se indica en el apartado 6 respecto de las acciones de la Sociedad que ésta tiene en autocartera, la Oferta se dirige a la totalidad de las acciones de la Sociedad. En consecuencia, la Oferta se dirige a las 75.025.241 acciones emitidas por la Sociedad.

No hay otros valores de la Sociedad distintos de las acciones objeto de la Oferta a los que debe dirigirse la misma ya que la Sociedad no tiene emitidos derechos de suscripción de acciones, obligaciones convertibles o canjeables en acciones, warrants u otros instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones.

1.3 Tipo de Oferta

La OPA es una oferta voluntaria, por no encontrarse el Oferente en ningún supuesto que determine la obligación de formular una oferta obligatoria de conformidad con el TRLMV y el RD de OPAs.

1.4 Contraprestación

El Oferente ofrece una contraprestación mixta de (i) 2,55 euros en efectivo y (ii) 0,1727 acciones de Indra de nueva emisión por cada acción de la Sociedad. La Oferta se formula por tanto como compraventa y canje de acciones.

Si bien la equivalencia en efectivo de la ecuación de canje variará según la cotización en cada momento de las acciones de Indra, al anunciarse la OPA el precio efectivo equivalente de dicha contraprestación era de 4,25¹ euros por acción de la Sociedad, lo que representaba una prima del 11,55% respecto del precio de cierre de las acciones de la Sociedad (que fue de 3,81 euros) el 28 de noviembre de 2016, un día antes de la fecha en que la Oferta se hizo pública.

En la fecha del presente Informe, el precio efectivo equivalente de la contraprestación ofrecida por Indra asciende, considerando la cotización de las acciones de Indra en el cierre de la última sesión bursátil, a 4,60 euros por cada acción de la Sociedad.

El 13 de marzo de 2017 el Consejo de la CNMV adoptó un acuerdo en el que se deja constancia de que la citada contraprestación ha sido fijada por Indra de acuerdo con lo previsto sobre precio equitativo en el artículo 9 del RD de OPAs. En consecuencia, la CNMV ha confirmado que la contraprestación ofrecida por Indra tiene la consideración de "precio equitativo".

1.5 Plazo de aceptación

El plazo de aceptación de la Oferta es de 25 días naturales, contados a partir del 14 de marzo de 2017 (día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del anuncio de la Oferta en los respectivos Boletines de Cotización de las Bolsas de Valores de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao).

El plazo de aceptación finalizará, por tanto, a las 24:00 horas del 7 de abril de 2017, salvo que sea objeto de extensión.

¹ El citado importe se calcula tomando como referencia un valor de la acción de Indra de 9,8461 euros. Dicha cifra resulta de la media aritmética de los dos siguientes precios (tomando los datos procedentes de la Bolsa de Madrid): (i) precio medio ponderado por volumen de las últimas cinco sesiones bursátiles anteriores al 29 de noviembre de 2016 (fecha del anuncio previo de la Oferta) y (ii) precio medio de los precios de cierre de dichas cinco sesiones.

1.6 Financiación de la Oferta

El Oferente tiene previsto hacer frente al pago de la contraprestación de la Oferta y a los gastos de la misma íntegramente con fondos propios (es decir sin financiación externa).

Asimismo, el Oferente ha presentado a la CNMV documentación acreditativa de la constitución de un depósito indisponible de efectivo por un importe de 191.414.364,55 € con objeto de garantizar la totalidad del pago en efectivo derivado de la liquidación de la Oferta.

1.7 Condiciones a las que está sujeta la Oferta

A la presente fecha, la Oferta no está sujeta a condiciones porque las mismas se han cumplido o han quedado sin efecto. En consecuencia, la Oferta tendrá resultado positivo y surtirá plenos efectos cualquiera que sea el nivel de aceptación que se obtenga.

Sin perjuicio de lo anterior, inicialmente, la Oferta estaba sujeta a las siguientes condiciones:

1.7.1 La obtención por parte de Indra de las oportunas aprobaciones de las correspondientes autoridades de defensa de la competencia.

Esta condición se cumplió el 12 de enero de 2017, en la medida en que la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia resolvió, en aplicación del artículo 57.2.a de la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia, autorizar la operación de concentración económica consistente en la adquisición del control de la Sociedad por Indra mediante la Oferta.

1.7.2 La aprobación por parte de la Junta General de accionistas de Indra de una ampliación de capital en la cuantía suficiente para atender el pago de la parte de la contraprestación de la Oferta consistente en acciones de nueva emisión de Indra.

Esta condición se cumplió el 20 de febrero de 2017, ya que este acuerdo fue aprobado por la Junta General extraordinaria de accionistas de Indra que fue celebrada en dicha fecha.

1.7.3 La aceptación de la Oferta por accionistas que representaran no menos del 70,01% del capital social de la Sociedad.

Esta condición quedaría automáticamente sin efecto en el caso de que, con anterioridad a que expirase el periodo de aceptación de la Oferta, la Junta General de accionistas de la Sociedad adoptase un acuerdo modificando:

(a) el artículo 16 de los estatutos sociales, de manera que quedara eliminada la limitación en virtud de la cual ningún accionista podía emitir un número de derechos de voto que excediera del 20% del capital social con derecho a voto, y

- (b) el artículo 15 de los estatutos sociales, de manera que los quórum para la aprobación de acuerdos por la Junta General fueran los establecidos legalmente.

Esta condición quedó sin efecto el pasado 22 de febrero de 2017, en la medida en que la Junta General extraordinaria de accionistas de la Sociedad celebrada en dicha fecha acordó modificar los artículos de los estatutos sociales anteriormente señalados.

- 1.7.4 La aceptación de la Oferta por accionistas que representaran no menos de un 50,01% del capital social, excluyendo del cómputo las 39.540.251 acciones de las que son titulares los Accionistas Vendedores (tal y como dicho término se define en el apartado 3.3).

Esta condición quedaría automáticamente sin efecto en el caso de que la CNMV confirmase la consideración del precio de la Oferta como "precio equitativo".

Dado que la CNMV confirmó el pasado 13 de marzo de 2017, al autorizar la OPA, que la contraprestación ofrecida por Indra tenía la consideración de "precio equitativo", esta condición también ha quedado sin efecto.

Con efectos aclaratorios, de acuerdo con lo previsto en el artículo 8 del RD de OPAs Indra no estará obligada a formular una oferta pública de adquisición de las acciones de la Sociedad tras la Oferta voluntaria.

2 Actuaciones del Consejo

2.1 Con carácter previo al anuncio de la Oferta

En septiembre de 2016, ante las muestras de interés recibidas de varias compañías interesadas, incluida Indra, el Consejo de Administración de la Sociedad aprobó la contratación de Bank of America Merrill Lynch ("**BofAML**") para valorar posibles opciones estratégicas para la Sociedad, así como para analizar las citadas muestras de interés. En ese contexto, BofAML se puso en contacto con los asesores financieros de Indra, J.P. Morgan y Rothschild, S.A. y, tras la firma de los correspondientes compromisos de confidencialidad, Indra llevó a cabo un proceso de revisión legal o *due diligence* de naturaleza legal, financiera y contable, que fue encargada a KPMG Asesores, S.L. y que el Consejo de Administración de Indra tuvo en cuenta para acordar finalmente, por unanimidad, el 28 de noviembre de 2016, la formulación de la Oferta.

El Consejo de Administración de la Sociedad se mantuvo informado del desarrollo de las actuaciones indicadas en el párrafo anterior en sus reuniones celebradas los días 29 de septiembre, 27 de octubre, 16 y 28 de noviembre de 2016

2.2 Con carácter posterior al anuncio de la Oferta

Desde que se anunció la Oferta, el Consejo de Administración de la Sociedad ha cumplido su deber de pasividad, de conformidad con lo previsto en el artículo 28 del RD de OPAs, no llevando a cabo ninguna decisión ni actuación que permitiera

al Oferente desistir de la Oferta, de conformidad con lo previsto en el artículo 33.1.d del RD de OPAs.

A título meramente enunciativo, el Consejo de Administración no ha llevado a cabo la transmisión de activos esenciales, ni ha propuesto el reparto de ningún dividendo a sus accionistas.

3 Relaciones entre la Sociedad y el Oferente

3.1 Valores del Oferente poseídos, directa o indirectamente, por la Sociedad, por personas que actúen concertadamente con ella o por los miembros de su Consejo de Administración

La Sociedad y los Accionistas Vendedores no poseen, directa ni indirectamente, ninguna participación en el Oferente, ni son titulares de valores o instrumentos que den derecho a adquirir o a suscribir acciones en el Oferente.

Además, según el leal saber y entender de la Sociedad, no existen terceros distintos de, en su caso, los Accionistas Vendedores, como consecuencia de la firma del Compromiso Irrevocable (como dicho término se define en el apartado 3.2.1), que hayan alcanzado un acuerdo sobre el gobierno de la Sociedad.

Los miembros del Consejo de Administración manifiestan que tampoco poseen, directa ni indirectamente, ninguna participación en el Oferente, ni son titulares de valores ni de instrumentos que den derecho a adquirir o a suscribir acciones en el Oferente.

3.2 Valores de la Sociedad poseídos, directa o indirectamente, por el Oferente, por personas que actúen concertadamente con él o por los miembros de su Consejo de Administración

Según el Folleto:

3.2.1 Ni Indra ni las sociedades de su grupo y, según la información con la que cuenta Indra, tras realizar las oportunas comprobaciones, ni sus administradores, ni los administradores de las filiales designados por Indra, han realizado operaciones con valores de la Sociedad durante el periodo de los doce meses anteriores al anuncio previo de la Oferta, ni desde esta última fecha hasta la fecha del Folleto.

3.2.2 Indra no actúa de forma concertada con ninguna persona o sociedad.

3.3 Acuerdos entre la Sociedad, el Oferente, sus administradores o accionistas y los Consejeros de la Sociedad

Los accionistas de la Sociedad Abanca Corporación Industrial y Empresarial, S.L., D. Ladislao de Arriba Azcona, Doble A Promociones, S.A., Inverfam 2005, S.A., D. Luis Solera Gutierrez, Reverter 17, S.L., Parcesa Parques de la Paz, S.A.U., Promociones KEOPS, S.A.U., D. Miguel Ángel Aguado Gavilán, D.ª Almudena Aguado Gavilán, D.ª Esther Beatriz Aguado Gavilán, D. Jorge Ignacio Aguado Gavilán y Banlor, S.A. (conjuntamente, los "**Accionistas Vendedores**") suscribieron el pasado 28 de noviembre con Indra 2016 un compromiso

irrevocable de formulación y aceptación de oferta pública de adquisición (el "**Compromiso Irrevocable**").

Los principales términos y condiciones del Compromiso Irrevocable son los siguientes:

- 3.3.1 Indra asumió el compromiso de formular la Oferta en los términos que resultan del Folleto.
- 3.3.2 Los Accionistas Vendedores asumieron el compromiso irrevocable de aceptar la Oferta en relación con la totalidad de sus participaciones en la Sociedad (esto es, 39.540.251 acciones, representativas del 52,70% del capital social de la Sociedad) dentro de los primeros cinco días hábiles bursátiles del periodo de aceptación. Dicho compromiso se mantendrá incluso en el caso de que se formulen ofertas competidoras.
- 3.3.3 Los Accionistas Vendedores se comprometieron a ejercer sus derechos de voto correspondientes a las acciones comprometidas con el objeto de permitir y ayudar a llevar a término la Oferta y de evitar aquellos acuerdos que, de aprobarse, pudieran resultar en el establecimiento de alguna condición que supusiera que la Oferta no pudiera llevarse a cabo o que pudiera impedir o frustrar la Oferta de cualquier manera.
- 3.3.4 Los Accionistas Vendedores asumieron el compromiso de no realizar operaciones con acciones de la Sociedad y, en particular, no vender, transmitir, canjear, suscribir swaps ni realizar cualquier otro acto de disposición de ninguna de las acciones de la Sociedad, así como de no constituir prendas ni cualesquiera otras cargas o gravámenes y de no otorgar opciones ni otros derechos sobre las acciones de la Sociedad de las que fueran titulares, excepto de conformidad con la Oferta.
- 3.3.5 Los Accionistas Vendedores se comprometieron a hacer sus mejores esfuerzos para que aquellos miembros del Consejo de Administración de la Sociedad que hubieran sido designados por ellos (o que les representen en el Consejo) presenten su dimisión como consejeros dentro de los tres días hábiles bursátiles siguientes a la fecha de liquidación de la Oferta.
- 3.3.6 Los Accionistas Vendedores que son miembros del Consejo de Administración de la Sociedad se comprometieron a votar, con sujeción a la normativa aplicable, a favor de un informe favorable sobre la Oferta.
- 3.3.7 El Compromiso Irrevocable prevé una obligación de compensación de Indra a la Sociedad (el "*Break-up Fee*") en el caso de que la Oferta decayera o no prosperase por (i) no haberse aprobado el acuerdo de ampliación de capital por la Junta General extraordinaria de accionistas de Indra o no haberse celebrado la Junta o (ii) no haberse cumplido la condición de nivel de aceptación del 50,01% acordada por las partes del Compromiso Irrevocable (salvo que Indra hubiera renunciado a su cumplimiento o la misma hubiera quedado automáticamente sin efecto).
- 3.3.8 Indra se comprometió a facilitar a los Accionistas Vendedores un borrador suficientemente avanzado del Folleto antes de la presentación de la solicitud

de autorización de la Oferta y a tener razonablemente en cuenta los comentarios que estos le propusieran. La misma obligación fue establecida en relación con los sucesivos borradores o modificaciones materiales del Folleto que fueran presentados.

La Sociedad no ha alcanzado ningún acuerdo con el Oferente, sus administradores o accionistas y no tiene conocimiento de ningún acuerdo alcanzado por los Consejeros de la Sociedad o los accionistas de la Sociedad con el Oferente, sus administradores o accionistas distinto del Compromiso Irrevocable.

4 Opinión y observaciones del Consejo de Administración en relación con la Oferta

El Consejo de Administración deja constancia de que los Consejeros D. Ladislao de Arriba Azcona, D. Leonardo Sánchez-Heredero Álvarez, Abanca Corporación Industrial y Empresarial, S.L., D. Luis Solera Gutiérrez y D. Miguel Ángel Aguado Gavilán se encuentran en relación con la Oferta, en una situación distinta de la de los restantes Consejeros, en la medida en que ellos o los accionistas a los que representan han suscrito el Compromiso Irrevocable, lo que podría entrañar un potencial conflicto de interés. En consecuencia, estos Consejeros se han adherido al voto de los restantes miembros del Consejo.

Los demás miembros del Consejo de Administración no tienen conflicto de intereses alguno, sin perjuicio de su intención de aceptar la misma.

4.1 Consideraciones generales:

El Consejo de Administración valora positivamente los siguientes aspectos de la Oferta:

4.1.1 La Oferta se extiende a todas las acciones de la Sociedad.

4.1.2 La CNMV ha confirmado que la contraprestación de la OPA tiene la consideración de "precio equitativo".

4.1.3 La Oferta no está sujeta a condiciones porque las mismas se han cumplido o han quedado sin efecto.

4.1.4 La contraprestación a abonar por el Oferente es mixta, consistente en efectivo y en acciones de Indra de nueva emisión y las acciones de Indra, sociedad perteneciente al Ibex 35, tienen una gran liquidez y se han revalorizado en un 21,24% respecto del precio de cierre de la Sociedad el 28 de noviembre de 2016, un día antes de la fecha en que la Oferta se hizo pública.

4.1.5 El precio de la Oferta supone una prima del 20,7% respecto del precio de cierre de la Sociedad el 28 de noviembre de 2016, un día antes de la fecha en que la Oferta se hizo pública.

4.2 Posibles repercusiones de la Oferta y los planes estratégicos del Oferente que figuran en el Folleto, sobre el conjunto de intereses de la Sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad.

4.2.1 Finalidad de la Oferta

Según lo manifestado en el Folleto, la finalidad perseguida por Indra con la Oferta consiste en la adquisición de una participación de control en la Sociedad y su integración en el grupo de sociedades encabezado por Indra. El Oferente considera que los negocios de la Sociedad e Indra son muy complementarios y su combinación permitiría, por un lado, potenciar el crecimiento de ambas compañías desde un punto de vista industrial y, por otro, alcanzar sinergias, tanto de ingresos como de costes:

Asimismo, el Oferente tiene la intención llevar a cabo una integración operativa de las actividades de Indra y de la Sociedad con el objetivo de combinar y potenciar la oferta de productos y soluciones que ambas compañías ofrecen a sus clientes, así como de simplificar las operaciones conjuntas y conseguir un uso eficiente de los recursos.

(i) Sentido industrial:

- (a) Mejora del posicionamiento en el mercado de Tecnologías de la Información y Comunicación (TIC) español a través de un significativo aumento de las ventas, que permitirá a Indra reforzar su posición, mejorando las economías de escala de sus operaciones, aumentando la productividad de su negocio e incrementando la exposición de Indra al sector privado.
- (b) Incremento de la oferta de soluciones propias y del entorno digital que ofrece Indra mediante la incorporación de las soluciones de medios de pago de la Sociedad.
- (c) Complementariedad de la base de clientes. La integración de la Sociedad en Indra permitirá la posibilidad de ventas cruzadas a los clientes de ambas compañías, sobre la base de una amplia gama de soluciones integradas y complementarias.
- (d) Mejora de la eficiencia en la producción de ambas compañías por la posibilidad de internacionalizar e incrementar la plataforma de *near y offshoring*, esto es la externalización de servicios llevando su producción a zonas o a geografías con menos coste en función de la proximidad y capacidad necesarias.

(ii) Sinergias:

La integración también permitiría alcanzar sinergias tanto de ingresos como de costes. En particular, Indra ha estimado, en principio, las siguientes sinergias (en el supuesto de que Indra adquiriese el 100% de los derechos de voto de la Sociedad o se produjese, en su caso, una fusión mediante absorción de la Sociedad por Indra)

- (a) Sinergias de ingresos: 10,5 millones de euros anuales antes de impuestos. Creación de valor a través de una mejora del posicionamiento competitivo en base al solapamiento

geográfico de ambos negocios, a la complementariedad de la base de clientes y a la posibilidad de realizar ventas cruzadas de productos y servicios.

- (b) Sinergias de costes: 30,5 millones de euros anuales antes de impuestos. Sinergias obtenibles a través de la optimización de los costes comerciales y de estructura actuales. Además, se abordará un proceso de obtención de ahorros de costes derivados de una mayor industrialización de la producción conjunta del grupo integrado, incluyendo la optimización de recursos inmobiliarios y procesos productivos y mejoras en la gestión con proveedores.

Indra considera que las sinergias anuales estimadas se puedan obtener íntegramente pasados veinticuatro meses desde la integración de ambas compañías. Estas cifras han sido estimadas sin tener en cuenta los potenciales costes de implantación que las mismas pudieran implicar.

4.2.2 Planes estratégicos e intenciones de Indra sobre los planes estratégicos, las actividades futuras y la localización de los centros de actividad de la Sociedad y su grupo

Indra, según se indica en el Folleto, no tiene ningún plan estratégico concreto sobre las actividades futuras ni sobre el futuro de las oficinas y delegaciones actuales de la Sociedad o la forma en que se integrarán con las que actualmente tiene Indra.

La futura oferta de productos y servicios a los clientes de ambas compañías se coordinará para garantizar una propuesta unificada, más variada, adaptada a las necesidades de los clientes y sobre la base de un uso más eficiente de los recursos.

En ese sentido, la Sociedad desarrolla su actividad empresarial en geografías en las que el grupo Indra tiene una presencia significativa, con el 80% de sus empleados localizados en España y el resto en ciertos países latinoamericanos. En muchos casos, los empleados de ambas compañías operan desde sedes corporativas ubicadas en las mismas ciudades o en emplazamientos relativamente cercanos, por lo que es posible que se produzcan en el futuro concentraciones de centros de actividad con el objeto de suministrar mejores servicios a los clientes y hacer un uso más eficiente de los recursos.

4.2.3 Planes estratégicos e intenciones de Indra respecto al mantenimiento de los puestos de trabajo del personal y directivos de la Sociedad y su grupo

Según el Folleto, Indra tiene intención de realizar una revisión detallada de las actividades, medios y condiciones —incluyendo las laborales— del equipo directivo y del personal del grupo integrado. Esta revisión abarcará las áreas comerciales, de producción y corporativas y estará orientada a optimizar los recursos existentes evitando duplicidades y maximizando la eficiencia en los distintos procesos y geografías.

Como consecuencia de esta revisión, Indra analizará qué cambios resultan necesarios para asegurar la maximización de las sinergias indicadas anteriormente y adoptará las decisiones que procedan respecto del grupo combinado.

Al final del periodo de integración, Indra espera tener un equipo directivo unificado y equipos comerciales (de pre-venta, marketing, ventas, de atención al cliente), de producción (desarrollo de productos y producción) y corporativos (de back office) integrados.

Según Indra, no existe ningún acuerdo ni compromiso entre el Oferente (o cualquier otra sociedad de su grupo) con los administradores, el equipo directivo o los actuales trabajadores de la Sociedad o sus representantes, respecto a su nombramiento como directivos o consejeros ni sobre su continuidad en la Sociedad.

En la medida en que Indra no tiene todavía ningún plan estratégico concreto sobre las actividades futuras ni sobre el futuro de las oficinas y delegaciones actuales de la Sociedad (o la forma en que se integrarán con los que actualmente tiene) ni ninguna previsión específica ni plan sobre el personal o los centros de trabajo (más allá de su intención de realizar una revisión detallada de las actividades, medios y condiciones del equipo directivo y del personal del grupo integrado), no resulta posible en este momento un pronunciamiento preciso al respecto por parte del Consejo de Administración, si bien lo apuntado por Indra en el Folleto parece estar en línea con las actuaciones que se han llevado a cabo en operaciones empresariales de integración similares.

4.3 Consideraciones en relación con la contraprestación ofrecida

El Consejo de Administración de la Sociedad, por unanimidad, valora favorablemente los términos económicos de la Oferta, al considerar que son adecuados, desde un punto de vista financiero, para los accionistas de la Sociedad.

Para alcanzar esta conclusión, el Consejo de Administración de la Sociedad ha tenido en cuenta la opinión (*fairness opinion*) emitida por el asesor financiero de la Sociedad, Bank of America Merrill Lynch, en relación con la Oferta. De conformidad con la citada opinión y sobre la base y con sujeción a las asunciones y limitaciones previstas en la misma, la contraprestación ofrecida en la Oferta a los titulares de las acciones de Tecnocom es adecuada, desde un punto de vista financiero, para dichos titulares. Se adjunta una copia de la opinión (y de su traducción al español) como anexo al presente Informe.

En cualquier caso, corresponde a los accionistas, en función de sus particulares intereses y situación, decidir si aceptan o no la Oferta.

5 Intención de aceptar o no la Oferta en relación con las acciones poseídas o representadas, directa o indirectamente, por los miembros del Consejo de Administración

Los miembros del Consejo de Administración, titulares directos o indirectos de acciones de la Sociedad, han manifestado que su intención es la siguiente:

Miembros del Consejo de Administración					
Denominación	% directo	Nº de derechos de voto directos	% indirecto	% Total	Intención de aceptar o no la Oferta
D. Ladislao de Arriba Azcona	1,260	945.249	17,518	18,78	Tiene intención de aceptar la Oferta
D. Carlos Vidal Amador de los Ríos	0,001	1.000	0	0,001	Tiene intención de aceptar la Oferta
D. ^a Silvia Iranzo Gutiérrez	0	0	0	0	N.A.
D. Javier Martín García	0,668	501.013	0,274	0,942	Tiene intención de aceptar la Oferta
D. Leonardo Sánchez-Heredero Álvarez	0	0	5,272	5,272	Tiene intención de aceptar la Oferta
Abanca Corporación Industrial y Empresarial S.L.	20,052	15.043.936	0	20,052	Tiene intención de aceptar la Oferta
Getronics International BV	11,011	8.261.097	0	11,011	Tiene intención de aceptar la Oferta
D. Luis Solera Gutiérrez	0,451	337.996	5,674	6,124	Tiene intención de aceptar la Oferta
D. Jaime Terceiro Lomba	0,020	15.020	0	0,020	Tiene intención de aceptar la Oferta

Miembros del Consejo de Administración					
Denominación	% directo	Nº de derechos de voto directos	% indirecto	% Total	Intención de aceptar o no la Oferta
D. Miguel Ángel Aguado Gavilán	0,588	441.213	0	0,588	Tiene intención de aceptar la Oferta
D. Eduardo Montes Pérez del Real	0,03	22.500	0	0,03	Tiene intención de aceptar la Oferta

6 Intención de aceptar o no la Oferta en relación con las acciones propias que la Sociedad mantiene en autocartera

Respecto de las acciones que la Sociedad mantiene en autocartera, y que a la fecha de este informe ascienden a 2.508.974 acciones, representativas del 3,34% de su capital social, se deja constancia de que, dado que la contraprestación de la Oferta incluye una parte en acciones de Indra, la Sociedad no podrá aceptar la OPA. La aceptación de la Oferta supondría suscribir acciones de Indra y ello es contrario a lo previsto en el artículo 134 de la Ley de Sociedades de Capital, que prohíbe a una sociedad suscribir acciones emitidas por su sociedad dominante.

7 Información a los trabajadores

Se hace constar, en cumplimiento de lo previsto en el artículo 25.2 del RD de OPAs, que la Sociedad ha puesto a disposición de los representantes de los trabajadores un ejemplar del Folleto.

El presente informe se ha aprobado por unanimidad en la sesión del Consejo de Administración de la Sociedad celebrada el día 21 de marzo de 2017 (habiéndose adherido los Consejeros representantes de accionistas que han firmado el Compromiso Irrevocable a la opinión de los restantes Consejeros), sin que ninguno de ellos haya formulado pronunciamiento individual discrepante con el adoptado de manera colegiada por el Consejo de Administración.

Siguen las firmas de todos los Consejeros, a excepción de Getronics International BV, que no ha podido asistir a la reunión, habiendo delegado su representación en don Ladislao de Arriba Azcona.

En Madrid, a 21 de marzo de 2017.

D. Ladislao de Arriba Azcona

D. Carlos Vidal Amador de los Rios

D.ª Silvia Iranzo Gutiérrez

D. Javier Martín García

D. Leonardo Sánchez-Heredero Álvarez

Abanca Corporación Industrial y
Empresarial S.L., representado por D.
Javier Carral Martínez

D. Eduardo Montes Pérez del Real

D. Luis Solera Gutiérrez

D. Jaime Terceiro Lomba

D. Miguel Ángel Aguado Gavitan

Cuadro 9.3
TIPOS DE INFRACCIONES EN EXPEDIENTES

ANEXO III

	Abiertos		Cerrados	
	1999	2000	1999	2000
Infracciones muy graves:	17	12	20	16
I. No declaración de participaciones significativas	2	2	1	3
II. Realización de actividades no permitidas	9	8	7	8
III. Simulación de transferencias	-	-	1	-
IV. Información privilegiada	-	-	5	-
V. Incumplimiento de coeficientes	-	-	1	-
VI. Ocultación de hechos relevantes	1	-	-	1
VII. Incumplimiento Ley Soc. Anónimas	1	-	-	1
VIII. Incumplimiento normativa general del mercado de valores	1	-	1	1
IX. Irregularidades contables	1	-	1	1
X. Obstrucción a la actuación inspectora	1	-	1	1
XI. Emisiones no registradas	1	-	1	-
XII. Incumplimiento requisitos de autorización	-	-	1	-
XIII. Elusión de Opa	-	2	-	-
Infracciones graves	10	6	11	12
I. Murallas chinas	-	-	2	-
II. Irregularidades contables	-	1	-	1
III. Violación principio prioridad intereses del cliente	1	-	-	1
IV. Incumplimiento normativa órdenes y registro de operaciones	1	1	-	2
V. Realización de actividades no permitidas	1	1	1	1
VI. Incumplimiento de coeficientes	1	-	1	1
VII. Incumplimiento normativa general del mercado de valores	2	2	4	3
VIII. Manipulación de precios	-	-	1	-
IX. Incumplimiento normas de conducta	4	1	2	3
Infracciones leves	1	-	-	1
I. Incumplimiento normas de conducta	1	-	-	1

Cuadro 9.4
SANCIONES IMPUESTAS

	1999			2000		
	Número	Importe ⁽¹⁾	Período	Número	Importe ⁽¹⁾	Período
Multas	42	129.250,7	-	52	16.351,7	-
Inhabilitación de administradores	8	-	66 años ⁽²⁾	-	-	-
Amonestaciones	2	-	-	-	-	-
Revocaciones de autorización	1	-	-	-	-	-
Total	53	129.250,7	-	52	16.351,7	-

(1) En miles de euros.

(2) En total.

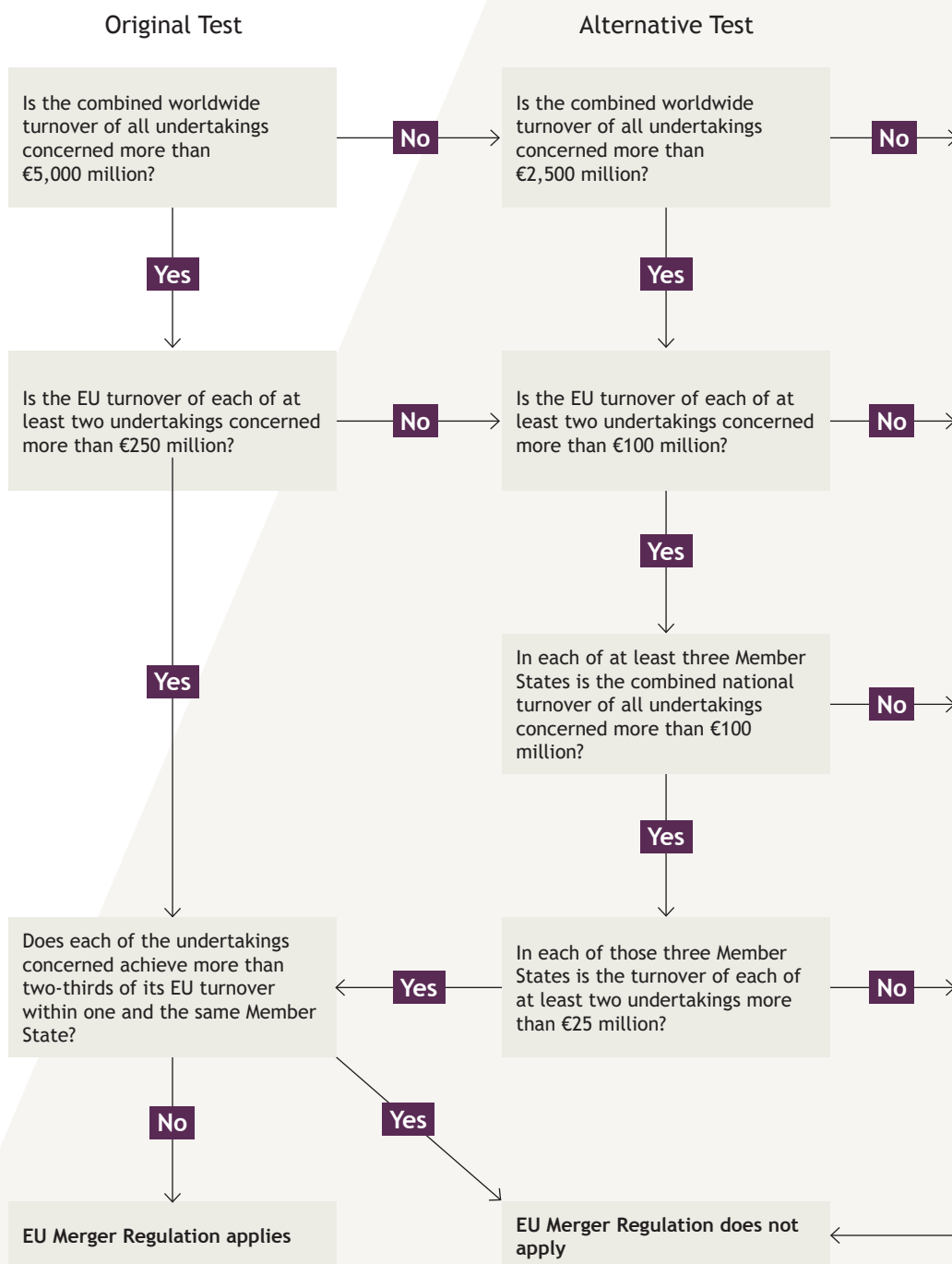
Relación detallada de todos los pactos parasociales comunicados (*) (continuación)

Entidad	% del capital afectado	Intervinientes	Descripción del pacto
CEMENTOS MOLINS, S.A. (*)	80,2	CARTERA DE INVERSIONES C.M., S.A. NOUMEA S.A. INVERSORA PEDRALVES S.A. OTINIX S.A.	Pacto de sindicación de acciones y del ejercicio del derecho de voto.
CORPORACIÓN FINANCIERA ALBA, S.A. (*)	68,7	LEONOR MARCH DELGADO GLORIA MARCH DELGADO JUAN MARCH DELGADO CARLOS MARCH DELGADO	Los hermanos Juan, Carlos, Leonor y Gloria March Delgado son propietarios de la totalidad de las acciones de Banca March, S.A. que además tiene una participación en Corporación Financiera Alba. Afecta al ejercicio de los derechos de voto de las acciones de la misma de las que son titulares los firmantes del pacto.
DISTRIBUIDORA INTERNACIONAL DE ALIMENTACIÓN, S.A. (*)	8,9	CERVINA EUROPE BLUE PARTNERS S.A.R.L.	Se comprometen reunirse antes de las juntas/consejo para determinar una posición común.
DEOLEO, S.A.	54,9	DEOLEO OLE INVESTMENT BANKIA BMN CAIXABANK CAJASUR BANCO DCOOP S.COOP AND. UNICAJA BANCO DANIEL KLEIN	Regula el ejercicio del voto para determinados acuerdos, tanto en la junta como en el consejo, que tienen que ver con la reducción del capital social, modificación de estatutos (ciertos acuerdos deben aprobarse con una mayoría del 60% del capital o de los miembros del CA), así como las propuestas de cese, nombramiento y ratificación de consejeros.
DOGI INTERNATIONAL FABRICS, S.A. (*)	75,0	SOCIOS DE SHERPA CAPITAL 2, S.L.	La administración de Sherpa Capital recae en un administrador único (Quartex, controlada por Eduardo Navarro Zamora) que le da el control de Sherpa aunque su posición accionarial es del 16,23%. Regula la transmisibilidad de las acciones y un mecanismo de desbloqueo si los restantes socios, sin contar a Quartex voten en contra de i) la aprobación de la gestión, cuentas anuales; ii) de los acuerdos propuestos por Quartex; y iii) de la confianza depositada en Quartex. Otorgan a Quartex la mayoría de los derechos de voto de Sherpa.
FERROVIAL, S.A. (*)	44,6	SOCIOS DE PORTMAN BAELA, S.L. (FAMILIA DEL PINO)	Acuerdos adoptados entre los socios de Portman Baela S.L., conforme a los cuales, tanto la titularidad del capital como los derechos de voto de los socios de Portman Baela que sean personas jurídicas deberán recaer en todo momento en D. Rafael del Pino y Moreno y/o sus descendientes directos.

3.6 UK Competition Referral and EC Competition Proceedings

Where an offer or possible offer is referred by the CMA for a phase 2 investigation or the European Commission initiates Phase II proceedings, the offer period will end if any related condition is not waived.

EU Merger Regulation (EUMR) Thresholds



ANEXO VI: Apéndice jurisprudencial

Sentencias de la Unión Europea

Tribunal de Justicia

STJUE de 13 de mayo de 2003 CJE/03/37, asuntos C-463/00 y C-98/01.

STJUE (Sala Tercera), de 6 de marzo de 2008, Asunto C-196/07 (ECLI:EU:C:2008:146).

Tribunal General

STG (Sala Tercera), de 6 de julio de 2010. Asunto T-342/07 (ECLI:EU:T:2010:280).

Tribunal de Primera Instancia

STPI (Sala Quinta), de 30 de enero de 2007. Asunto T-340/03 (ECLI:EU:T:2007:22).

Sentencias de Reino Unido

House of Lords

Russell v. Northern Bank Development Corporation Ltd (1992), 1 WLR 588 (HL).

Supreme Court of UK

Supreme Court of Delaware. Grobow v. Perot, 539 A.2d 180 (Del. 1988).

High Court

Scotland. Aberdeen Railway Co v. Blaikie Bros (1854). 1 Macq 461. 17 D (HL) 20.

England and Wales. Boston Deep Sea Fishing Co v. Ansell (1888). LR 39 ChD 339 (CA).

England and Wales. Andrews v. Ramsay & Co (1903). 2 KB 635.

Sentencias españolas

Tribunal Constitucional

STC (Pleno) nº 96/2013, de 23 de abril. BOE núm. 123, de 23 de mayo de 2013. (ECLI:ES:TC:2013:96).

STC (Pleno) nº 108/2014, de 26 de junio. BOE núm. 177, de 22 de julio de 2014. (ECLI:ES:TC:2014:108).

Tribunal Supremo

STS (Sala de lo civil, Sección 1ª), nº 551, de 24 de septiembre de 1987. (RJ\1987\6194).

STS (Sala de lo Contencioso, Sección 3ª), de 4 de noviembre de 2002 (ECLI:ES:TS:2002:7302).

STS (Sala de lo civil, Sección 1ª), nº 889/2004 de 28 de septiembre de 2004 (ECLI:ES:TS:2004:5992).

STS (Sala de lo civil, Sección 1ª), nº 335/2005 de 5 de mayo de 2005 (ECLI:ES:TS:2005:2857).

STS (Sala de lo Contencioso, Sección 3ª), de 2 de noviembre de 2005 (ECLI:ES:TS:2005:6706).

STS (Sala de lo Contencioso, Sección 3ª) nº rec. 7105/2004, de 24 de enero de 2008 (ECLI:ES:TS:2008:255).

STS (Sala de lo civil, Sección 1ª), nº 135/2011 de 14 de marzo de 2011 (ECLI:ES:TS:2011:2022).

STS (Sala de lo civil, Sección 1ª), nº 391/2012 de 25 de junio de 2012 (ECLI:ES:TS:2012:5815).

STS (Sala de lo civil, Sección 1ª), nº 589/2014 de 3 de noviembre de 2014 (ECLI:ES:TS:2014:4443)

STS (Sala de lo Civil, Sección 1ª), nº 732/2014 de 26 de diciembre de 2014 (ECLI:ES:TS:2014:5724).

STS (Sala de lo civil, Sección 1ª), nº 224/2016 de 8 de abril de 2016 (RJ 2016/1232).

Audiencia Provincial

SAP Madrid nº 265/2016, de 8 de julio de 2016 (ECLI:ES:APM:2016:12863).

ANEXO VII: Apéndice legislativo

Normativa comunitaria

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. DO C 326 de 26.10.2012, p. 47/390.

Reglamento 2004/139/CE del Consejo, de 20 de enero de 2004, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas. DO n° L 024 de 29/01/2004 p. 0001–0022.

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición. DO L 142 de 30.4.2004, p. 12/23.

Directiva 2013/50/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 22 de octubre de 2013, por la que se modifican la Directiva 2004/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre la armonización de los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores se admiten a negociación en un mercado regulado, la Directiva 2003/71/CE del Parlamento Europeo y del Consejo sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores, [...]. DO L 294 de 6.11.2013, p. 13/27.

Reglamento 2014/596/UE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado. DO L 173 de 12.6.2014, p. 1/61.

Directiva 2014/104/UE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de noviembre de 2014, relativa a determinadas normas por las que se rigen las acciones por daños en virtud del Derecho nacional, por infracciones del Derecho de la competencia de los Estados miembros y de la Unión Europea. DO L 349/1, 5/12/2014.

Decisiones de la Comisión Europea

Decisión de la Comisión de 15 de noviembre de 2005 declarando la falta de dimensión comunitaria (Asunto COMP/M.3986-Gas Natural/Endesa), Bruselas, C (2005) 4468.

Decisión de la Comisión de 26 de septiembre de 2006 relativa a un procedimiento de conformidad con el art. 21 del Reglamento (CE) n° 139/2004 del Consejo sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas (Asunto COMP/M.4197-E.ON/Endesa), Bruselas.

Normativa de Reino Unido

The Competition Act 1998. Chapter 41. Parliament of the United Kingdom.

The Enterprise Act 2003. Chapter 40. Parliament of the United Kingdom.

The Companies Act 2006. Chapter 46. Parliament of the United Kingdom.

The Bribery Act 2010. Chapter 23. Parliament of the United Kingdom.

The Financial Service Act 2012. Chapter 21. Parliament of the United Kingdom.

The Takeover Code. 12 September 2016. The Panel on Takeovers and Mergers.

Normativa española

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. Gaceta de Madrid núm. 206, de 25 de julio de 1889, pp. 249-259.

Ley Orgánica 10/1995, de 23 de noviembre, del Código Penal. BOE núm. 281, de 24 de noviembre de 1995, pp. 33987-34058.

Ley 17/2001, de 7 de diciembre, de Marcas. BOE núm. 294, de 8 de diciembre de 2001, pp. 45579-45603.

Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición. BOE núm. 89, de 13 de abril de 2007, pp. 16260-16270.

Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia. BOE núm. 159, de 04/07/2007. pp. 28848-28872.

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. BOE núm. 180, de 28 de julio de 2007, pp. 32829-32852.

Real Decreto 261/2008, de 22 de febrero, por el que se aprueba el Reglamento de Defensa de la Competencia. BOE núm. 50, de 27/02/2008. pp. 11575-11604.

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. BOE núm. 313, de 29 de diciembre de 2008.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. BOE núm. 161, de 3 de julio de 2010, pp. 58472-58594.

Ley 10/2014, de 26 de junio, de ordenación, supervisión y solvencia de entidades de crédito. BOE núm. 156, de 27 de junio de 2014, pp. 49412-49549.

Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas. BOE núm. 236, de 2 de octubre de 2015, pp. 89343-89410.

Ley 40/2015, de 1 de octubre, de Régimen Jurídico del Sector Público. BOE núm. 236, de 2 de octubre de 2015, pp. 89411-89530.

Real Decreto 878/2015, de 2 de octubre, sobre registro, compensación y liquidación de valores negociables representados mediante anotaciones en cuenta, sobre el régimen jurídico de los depositarios centrales de valores y de las entidades de contrapartida central y sobre requisitos de transparencia de los emisores de valores admitidos a negociación en un mercado secundario oficial. BOE núm. 237, de 3 de octubre de 2015, pp. 89834-89879.

Real Decreto Legislativo 2/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Estatuto de los Trabajadores. BOE núm. 255, de 24 de octubre de 2015, pp. 100224-100308.

Real Decreto-ley 9/2017, de 26 de mayo, por el que se transponen directivas de la Unión Europea en los ámbitos financiero, mercantil y sanitario, y sobre el desplazamiento de trabajadores. BOE núm. 126, de 27 de mayo de 2017, pp. 42820-42872.

Normativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

Resolución del 10 de julio de 2003, del Consejo de la CNMV por la que se aprueba el Reglamento de Régimen Interior de la CNMV. BOE núm. 171, de 18 de julio de 2003, pp. 28070-28083.

Resoluciones de la Dirección General del Registro y del Notariado

Resolución de 24 de marzo de 2010 de la DGRN en el recurso interpuesto por el notario de Pontevedra, don Luis Darrieux de Ben, contra la negativa del registrador mercantil I de Pontevedra, a inscribir el nombramiento de administradores solidarios de una sociedad de responsabilidad limitada contenido en una escritura pública. BOE, núm. 114, p. 41365.