

REFLEXIONES SOBRE LA NUEVA NORMATIVA DE OPAS (II)

Los pactos parasociales

Según el proyecto, la obligación de formular una opa se circunscribe a los sujetos que se hagan con el control de una sociedad cotizada, ya sea mediante la adquisición directa o indirecta de valores que confieran derechos de voto, o mediante acuerdos parasociales.

Escribe Carlos Paredes Galego, Socio de Uría Menéndez

La opa, según el proyecto, ha de referirse a la “totalidad de los valores” y a “todos sus titulares a un precio equitativo”. Así contemplada, la previsión merece algunas reflexiones.

Llama la atención en primer lugar que la oferta deba dirigirse a la totalidad de los valores, pues ello incluiría instrumentos que no dan ni permiten adquirir derechos de voto. Lo lógico es que la opa obligatoria se limite a la totalidad de las acciones con derecho de voto y demás valores que den derecho a su adquisición o suscripción.

Asimismo, la debida congruencia con el establecimiento de un sistema de opa a posteriori aconseja que, cuando la superación del umbral de opa se produzca por la adquisición de valores convertibles o canjeables, la opa no se formule hasta que dichos valores se conviertan o canjeen efectivamente, pues no será hasta ese momento cuando el accionista habrá superado el umbral (una solución similar propugna el Takeover Code británico).

Pero, quizás, uno de los extremos que previsiblemente generará más debate es el supuesto de formulación de opa por concertación, merced al cual deberá formularse una opa cuando “mediante pactos parasociales con otros titulares de valores”, se alcance al menos un 30% del capital con derecho de voto. En relación con ello, es conveniente hacer algunas consideraciones tanto en el plano técnico como en el político.

Plano técnico

La construcción del supuesto de hecho a partir del concepto de pacto parasocial, sin matización alguna, no parece la más acertada, pues necesariamente nos remite a la definición incluida en el artículo 112 de la Ley del Mercado de Valores (pactos sobre el voto en junta general o que restrinjan la libre transmisibilidad de acciones). Esta previsión puede, por un lado, generar inseguridad y resultar en exceso exigente al incluir supuestos en los que las partes concertadas no dispondrán de control aun a pesar de haber suscrito un pacto parasocial; y, por otro, podría incluso dejar fuera algunos supuestos de control conjunto en la medida en que su instrumentación no tenga cabida en la indicada definición.

En definitiva, el concepto de pacto parasocial del artículo 112 de la Ley del Mercado de Valores no sólo es más amplio sino que incluso puede no coincidir con la concertación para un control conjunto, que es lo único que debería interesar a efectos de la normativa de opas.

No es lo mismo que dos accionistas se pongan de acuerdo en un momento puntual para votar un determinado acuerdo social (por ejemplo, el nombramiento de un consejero o la realización de una determinada operación societaria) que el establecimiento de una política común duradera para influir en la gestión o controlar la sociedad. Ambos son pactos parasociales del referido artículo 112, pero, a efectos de la normativa de opas, quizás su tratamiento no debería ser parejo, pues el único relevante habría de ser el segundo. Este criterio ya estaría por lo demás reflejado en la vigente normativa sobre comunicación de participaciones significativas, donde se definen este tipo de acuerdos como aquéllos en los que las partes quedan obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto, una política común du-

radera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad. A la vista de ello, merecería la pena valorar si el concepto de concertación relevante a efectos de opas debe mantener la amplitud que hoy propugna el proyecto o circuncribirse a aquellos acuerdos que, incluso sin ser pactos parasociales del artículo 112, conlleven la ejecución de una política común duradera.

En el ámbito político, ha de resaltarse que el proyecto opta por el más exigente concepto de concertación pura (la simple suscripción del pacto genera la obligación de opa) frente a la concertación en la adquisición (donde además se precisa que alguna de las partes adquiera acciones).

Antes de la implantación de este modelo, convendría sopesar algunas cuestiones. De un lado, su debida coordinación con las medidas de neutralización, pues resultaría incongruente que quienes son obligados a formular una opa por haberse concertado puedan ver cómo su pacto deviene ineficaz cuando un tercero lanza otra oferta. De otra parte, deberán valorarse las dificultades que puede conllevar la administración del sistema (quién está obligado a formular la oferta, a

qué precio, cómo afecta a la vigencia del pacto que generó la obligación de opa, etc.). Y, por último, la experiencia del derecho comparado, donde Alemania o Francia han optado por la concertación pura, mientras que, por ejemplo, Reino Unido exige concertación en la adquisición.

Pasividad y medidas defensivas

En materia de deberes de pasividad de los órganos de administración, el Proyecto transpone el régimen ordinario previsto en la directiva, esto es, que los administradores habrán de obtener la autorización previa de la junta general (con el quórum y mayoría exigidos por el artículo 103 de la Ley de Sociedades Anónimas) antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas, o antes de ejecutar total o parcialmente otras decisiones fuera del curso ordinario de las actividades de la compañía y que puedan frustrar el éxito de la oferta. Como excepción al régimen general y con la finalidad de coordinar la previsión con los tempos de una opa, la junta podrá convocarse con una antelación míni-

ma de quince días.

La norma propuesta continúa la tradición del deber de pasividad de los administradores que hoy se refleja en el artículo 14 del vigente real decreto de opas. Aunque el paso del tiempo y la experiencia han atemperado en términos prácticos la exigencia del precepto, la previsión incluida en el Proyecto insiste en el principio de que los administradores no puedan interferir en el proceso de la opa, en consonancia, por lo demás, con sus deberes fiduciarios.

Al margen de la búsqueda de ofertas alternativas, la única salvedad que admite, también prevista en la directiva, es la referente al régimen de reciprocidad. El proyecto dispone que las sociedades podrán no aplicar la regla de pasividad cuando el oferente o quien controle al oferente no esté a su vez sujeto a la regla de pasividad, previéndose que las medidas anti-opa que en tal caso se apliquen hayan de contar con la autorización de la junta general con una antelación no superior a 18 meses. Esta regla de reciprocidad –también prevista respecto de las medidas de neutralización– es fruto del compromiso entre Estados para lograr la aprobación de la di-

Hay que resaltar que el proyecto opta por el más exigente concepto de concertación pura

Deberán valorarse las dificultades que puede conllevar la administración del sistema

Francia ha optado por la concertación pura, mientras que Reino Unido exige concertación en la adquisición



Los pactos pueden suponer que dos accionistas acuerden votar un determinado asunto o que establezcan una política común para controlar la sociedad.

LA IX EDICIÓN DEL CONGRESO NACIONAL SE CELEBRA EN VALENCIA

Las grandes sagas toman el pulso a la empresa familiar

Las compañías familiares españolas compartirán, durante dos días, sus experiencias y abordarán la problemática de uno de los núcleos empresariales más activos del país.

acordar o convalidar determinadas actuaciones. Pero tendría la virtud de referenciar exclusivamente en el marco de la ley de sociedades anónimas y el régimen de deberes de los administradores las actuaciones de éstos pendiente la oferta y ayudaría a resolver los problemas de acción colectiva de los accionistas, especialmente en supuestos de ofertas coercitivas que requieren una actuación inmediata y centralizada.

Medidas defensivas

El proyecto otorga libertad a cada sociedad para decidir si aplica o no medidas de neutralización. La decisión habrá de adoptarse por la junta general conforme al artículo 103 de la ley de sociedades anónimas. Además, la sociedad podrá acordar no aplicar las medidas de neutralización en su caso acordadas cuando el oferente no esté sujeto a medidas equivalentes. La previsión sigue la estela de lo establecido en Alemania, en Francia o en Reino Unido, donde la regla general es la de no neutralización, salvo acuerdo en contrario de cada sociedad.

En efecto, aunque la regla de neutralización favorece el mercado de control de sociedades, su novedad y desventajas aconsejan cuando menos dejar a la decisión de cada sociedad su puesta en práctica. En primer lugar, la regla supone una excepción al principio de soberanía de los accionistas. En segundo lugar, no discrimina entre ofertas que crean valor o que lo destruyen; al contrario, cualquier oferente podría beneficiarse de la neutraliza-

La opa debe dirigirse a la totalidad de los valores, pues ello incluiría instrumentos que no dan derechos de voto

ción. Y, finalmente, su implantación con carácter general podría favorecer la creación de estructuras accionarias más complejas que, tratando de escapar a sus efectos, acaben frustrando el objetivo perseguido. Por lo demás y en caso de que fuesen implantados, convendría valorar convenientemente la debida congruencia de los mecanismos de neutralización con el resto del sistema

de opas. Cuestiones como su efecto desincentivador sobre aquellos blindajes que resultasen provechosos para una compañía y sus accionistas o la ya aludida y necesaria coordinación con los supuestos de opa por concertación habrían entonces de incorporarse al análisis.

Para finalizar, interesa formular dos pequeños apuntes críticos al proyecto en materia de neutralización. El primero es que la adecuada conformidad de la norma española con la directiva aconsejaría precisar que la neutralización de las restricciones a la libre transmisibilidad contenidas en pactos parasociales sólo se ha de referir a las contenidas en pactos concluidos tras el 21 de abril de 2004, fecha de adopción de la directiva. Y el segundo es que

Los administradores tendrán que obtener la autorización de la junta general para poder impedir el éxito de la oferta

convendría suprimir o al menos aclarar la equívoca exigencia de que la mayoría requerida para revocar una decisión previa de neutralización de medidas defensivas deba "coincidir" con la mayoría que adoptó la decisión original. Si de lo que se trata es de requerir que la revocación se adopte con las mismas reglas de mayoría que la decisión inicial, así debería verse.

Si, por el contrario, se precisara una coincidencia material con la mayoría original, la previsión sería contraria al sistema de nuestro derecho de sociedades (la derogación de un previo acuerdo social no precisa, lógicamente, la obtención de una mayoría igual o superior) y, de implantarse, exigiría comparar no sólo mayorías sino también los quórum de asistencia en una y otra junta general, celebradas en momentos y en circunstancias diferentes y, por consiguiente, difícilmente equiparables.

Especial 'La nueva Ley de Opas': revise todos las claves en: www.expansion.com

Mañana:
Ventas y compras
forzosas

S.SAIZ. Madrid

El Congreso Nacional de la Empresa Familiar se ha convertido ya en un cita imprescindible para que los representantes de las sagas empresariales españolas intercambien sus opiniones sobre el futuro del sector y los distintos problemas a los que se tienen que enfrentar a diario, como el relevo generacional, la expansión internacional, la incorporación de consejeros independientes o la regulación de la relaciones entre la familia y la compañía.

En esta novena edición, los cambios en el IRPF y las elecciones de Cataluña ocuparán también bastantes conversaciones entre los empresarios que se reúnen en Valencia hoy y mañana. Allí estará el presidente de Mercadona y del Instituto de la Empresa Familiar (IEF), Juan Roig, que contará con el respaldo del presidente valenciano, Francisco Camps, y de la alcaldesa de la ciudad, Rita Barberá.

Entre los políticos que participarán en el congreso, destaca la presencia del ministro de Economía, Pedro Solbes, que atenderá las cuestiones planteadas por

El ministro de Economía, Pedro Solbes, responderá las dudas de los empresarios

los empresarios allí reunidos. El ex presidente del Gobierno Felipe González abordará, en una de las primeras ponencias del día, el nuevo contexto de la economía española. Mañana, será el turno del presidente del Partido Popular, Mariano Rajoy, de departir con los representantes de las sagas empresariales españolas.

Durante la jornada de hoy, el presidente de Grupo Siro, Juan Manuel González de la Serna, compartirá con todos los asistentes su experiencia en responsabilidad social corporativa. Por la tarde, los responsables de Eletres, Natra, Nefinsa y el IEF participarán en una mesa redonda sobre el cambio de rumbo de la empresa familiar y los retos que tendrá que enfrentar en los próximos años.

El martes, el turno será para Codorniu, Riu Hoteles, Dolores Font Cortés y la es-



El presidente de Mercadona y del Instituto de la Empresa Familiar, Juan Roig. / Elena Ramón

cuela de negocios IESE, que abordarán aspectos tan actuales como el liderazgo de la mujer en la empresa del siglo XXI.

El presidente de la Asociación Valenciana de Empresarios y de Grupo Importaco, Francisco Pons; el consejero delegado de Banesto, José García Cantera; el presidente de PricewaterhouseCoopers España, José Luis Madariaga; y el director del IEF, Fernando Ca-

sado, también estarán presentes en el congreso, poniendo de manifiesto la re-

El segmento, que aglutina dos millones y medio de empresas, aporta el 65% del PIB

levancia de esta reunión. Dos días de encuentros intensos servirán para tomar el

pulso a un sector que aglutina dos millones y medio de empresas, que aportan el 65% del PIB y emplean a 9,5 millones de personas. Precisamente, ha sido el dinamismo de este sector el que ha despertado el interés de las compañías de capital riesgo, cada vez más pendientes de tentar a sus propietarios con importantes cantidades difíciles de ignorar.

Pág. 2 LA LLAVE

La más completa selección de lecturas económicas analizadas por los mejores expertos



Una revista co-editada por



Promoción y suscripciones:
Fundación Caja Duero
Tel.: +(34) 923 27 3100
librosdeeconomia@cajaduero.es

Publicación trimestral
Precio suscripción anual:
edición impresa y on line, 20€
edición on line, 10€

www.librosdeeconomiaayempresa.es