

*Grado en Derecho*  
Trabajo de fin de Grado  
Curso académico 2017-2018

**PROPUESTA DE FUSIÓN Y OPA HOSTIL**  
**PROPOSTA DE FUSIÓN E OPA HOSTIL**  
**MERGER OFFER AND HOSTILE**  
**TAKEOVER**

Lorenzo Cañas Varela

Tutor del Trabajo:  
Alfonso Ballesteros Soriano



**UNIVERSIDADE DA CORUÑA**

# ÍNDICE

<b>ABREVIATURAS</b> .....	<b>3</b>
<b>INTRODUCCIÓN</b> .....	<b>4</b>
<b>1. DEBERES EXIGIBLES A LOS ADMINISTRADORES</b> .....	<b>6</b>
1.1. El deber general de diligencia .....	6
1.2. El deber de lealtad .....	7
1.3. La protección de la discrecionalidad empresarial.....	8
1.4. Especial referencia a la <i>Business Judgement Rule</i> .....	9
1.5. Deberes exigibles a los administradores en la <i>Delaware General Corporation Law</i> . ...	10
1.6. Conclusiones .....	11
<b>2. FUSIÓN DE SOCIEDADES</b> .....	<b>13</b>
2.1. Introducción.....	14
2.2. Fusión por absorción .....	16
2.3. Efectos de la fusión sobre los trabajadores.....	17
2.4. Efectos de la fusión sobre las concesiones administrativas y licencias.....	19
<b>3. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN</b> .....	<b>23</b>
3.1. Aspectos básicos de las OPAs.....	24
3.1.1. Concepto y clases .....	25
3.1.2. Funciones de las OPAs .....	26
3.2. OPA obligatoria.....	27
3.2.1. Presupuesto de la adquisición del control .....	28
3.2.2. Los derechos de voto como objeto del cómputo del control y de la OPA .....	29
3.2.3. El control mediante la designación de consejeros .....	30
3.2.4. El control derivado de pactos parasociales .....	31
3.3. El papel de los administradores.....	32
3.4. Conclusiones .....	33
<b>4. MEDIOS DE DEFENSA PARA LA PROTECCIÓN DE LA OPA HOSTIL</b> .....	<b>34</b>
4.1. <i>Takeover defenses</i> .....	35
4.1.1. <i>Shark repellents</i> .....	36
4.1.2. <i>Poison Pills</i> .....	38
4.1.3. Otras defensas.....	39
4.2. Conclusiones .....	40
<b>CONSIDERACIONES FINALES</b> .....	<b>41</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>43</b>
<b>REPERTORIO NORMATIVO</b> .....	<b>47</b>
<b>REPERTORIO JURISPRUDENCIAL</b> .....	<b>47</b>

## **DECLARACIÓN DE AUTORÍA Y ORIGINALIDAD**

Yo, Lorenzo Cañas Varela, certifico que el presente trabajo no ha sido presentado para la evaluación de ninguna otra asignatura, ya sea en parte o en su totalidad. Certifico también que su contenido es original y que soy el único autor, no incluyendo ningún material anteriormente publicado o escrito por otras personas salvo aquellos casos indicados a lo largo del texto.

Lorenzo Cañas Varela

## ABREVIATURAS

AAPP	Administraciones públicas
BJR	<i>Business Judgement Rule</i>
BOE	Boletín Oficial del Estado
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Del.	<i>Delaware</i>
DGCL	<i>Delaware General Corporation Law</i>
DOCE	Diario Oficial de las Comunidades Europeas
DOG	Diario Oficial de Galicia
DOUE	Diario Oficial de la Unión Europea
ET	Estatuto de los Trabajadores
LCSP	Ley de Contratos del Sector Público
LME	Ley de Modificaciones Estructurales
LMV	Ley del Mercado de Valores
LPAP	Ley de Patrimonio de las Administraciones Públicas
LSE	Ley del Sector Eléctrico
LSC	Ley de Sociedades de Capital
MBCA	<i>Model Business Corporation Act</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
OPA/s	Oferta/s Pública/s de Adquisición
RDOPAS	Real Decreto 1066/2007, sobre Ofertas Públicas de Adquisición
SAP	Sentencia de la Audiencia Provincial
STS	Sentencia del Tribunal Supremo

## INTRODUCCIÓN

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

*Wideknox Company es una S.A norteamericana, constituida y domiciliada en el Estado de Delaware, que se dedica al sector de las energías renovables. En junio de 2016, el consejo de administración, compuesto por siete miembros, recibe una propuesta de fusión por parte del presidente del consejo de administración de una empresa española, Yanaris S.A, cuyo objeto social está también vinculado al ámbito de las energías renovables, más concretamente a la energía eólica.*

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

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

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

El asombroso auge del mundo de las sociedades de capital ha provocado un notable incremento de la regulación de las mismas. En este sentido, actualmente, el Derecho de sociedades trata de dar respuestas a los problemas que se desarrollan en un entorno cada vez más globalizado. Para ello, nuestro ordenamiento jurídico se ha ido adaptando a las nuevas formas de entender la sociedad, y por ese motivo, se ha aclimatado a formas de proceder importadas de otros sistemas legales.

Entendiendo las sociedades mercantiles como una fuente creadora de valor, riqueza y cohesión social, es necesario brindarles los mecanismos necesarios de protección, para poder así intervenir en el tráfico mercantil con la mayor seguridad jurídica posible.

Antes de comenzar con el análisis del supuesto de hecho planteado resulta conveniente aportar una aproximación a los conceptos de “fusión de sociedades” y “Oferta Pública de Adquisición” (OPA). En primer lugar, la doctrina define la fusión como “un proceso que transcurre a lo largo del cumplimiento de determinadas fases para que todos sus efectos se puedan producir. La primera fase tiene carácter preparatorio, y en ella cobran especial protagonismo los administradores de las sociedades que pretenden fusionarse, quienes deben preparar el proyecto común de fusión, los balances y los informes sobre dicho proyecto. La segunda fase es la referida a la aprobación de la fusión por parte de los socios de las sociedades participantes, lo que se hace a través de los correspondientes acuerdos de fusión. Y la tercera fase tiene una naturaleza ejecutiva, con el cumplimiento de distintos requisitos que culminarán con la inscripción de la fusión en el Registro Mercantil”<sup>1</sup>. En segundo lugar, la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) define la OPA 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 efectivo, este precio también puede ser en acciones o mixto (dinero y acciones)”<sup>2</sup>.

Las OPA y las fusiones de sociedades pueden encuadrarse dentro de los fenómenos de integración económica tendentes hacia el fortalecimiento, sobre todo, de las grandes empresas y hacia nuevas organizaciones de la actividad económica<sup>3</sup>. En otras palabras, se trata de procedimientos proclives a la integración, adquisición y concentración de fuerzas, que puede venir impuesta por la racionalización de la producción y las exigencias de una competencia cada vez más intensa en el mercado<sup>4</sup>.

Es por este motivo que, en muchas ocasiones, tanto las OPA como las fusiones de sociedades pueden concebirse como una estrategia empresarial para lograr un mayor nicho de mercado en sectores demasiado atomizados, es decir, en aquellos en los que existe una gran oferta y una gran demanda sin que nadie ejerza una posición dominante. Para reforzar este argumento cabe traer a colación la reciente propuesta de fusión que presentó el Grupo Barceló a NH Hotel Group o la OPA de ACS y ATLANTIA sobre ABERTIS.

Para lograr el objetivo de este trabajo se examinarán todas las cuestiones jurídicas relevantes de sus regulaciones, así como la problemática de las mismas desde un punto de vista crítico. Además, se hará una valoración de todas las controversias y preguntas planteadas en el supuesto de hecho teniendo en cuenta su ordenación y prestando especial atención a la bibliografía empleada.

---

<sup>1</sup> SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: “Modificaciones estructurales y traslado internacional del domicilio social”, *Instituciones de Derecho Mercantil. Vol. I.*, Aranzadi, Navarra, 2015, p. 824.

<sup>2</sup> Definición extraída de la página web de la CNMV; <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas.aspx> (última consulta, 13 de junio de 2018).

<sup>3</sup> SÁNCHEZ CALERO, F y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: “Modificaciones estructurales y traslado internacional del domicilio social”, *op. cit.*, p. 824.

<sup>4</sup> BROSETA PONT, M. y MARTÍNEZ SANZ, F.: “Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *Manual de Derecho Mercantil. Vol. I.*, Tecnos, Madrid, 2014, p. 604.

## 1. DEBERES EXIGIBLES A LOS ADMINISTRADORES

La determinación de los deberes de los administradores y el régimen de responsabilidad por su incumplimiento constituyen temas centrales en el diseño legal del buen gobierno corporativo, es por ello que en este epígrafe, abordaremos la cuestión de si la decisión adoptada por la junta directiva de *Wideknox Company* se ajusta a los deberes exigibles a los administradores, entre los cuales se encuentra la diligencia, buena fe, cuidado y lealtad; o si, por el contrario su decisión ha sido tomada de forma negligente, es decir, sin la información necesaria o sin seguir un procedimiento adecuado.

### 1.1. El deber general de diligencia

El parámetro que se impone a los administradores en el desempeño de sus funciones de gestionar la empresa es el de un ordenado empresario<sup>5</sup>. El hecho de que los administradores deban actuar como un ordenado empresario significa que en el ejercicio de su cargo deben proceder como lo haría un ordenado empresario. Esta indeterminación responde a la naturaleza incierta de las actividades de gestión y representación que los administradores deben realizar.

El deber general de diligencia es uno de los deberes fiduciarios generales tipificado en el art. 225.1 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, *por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital* (LSC)<sup>6</sup>. Se trata de un deber que los administradores están obligados a satisfacer únicamente frente a la sociedad y cuya característica reside en que no exige de los administradores el cumplimiento de una específica conducta, sino que desempeñen su cargo cumpliendo con el modelo de conducta que lo define<sup>7</sup>.

Ejercer el cargo de manera diligente lleva implícito cumplir con deberes, como son el deber de vigilar, supervisar o controlar la marcha de los asuntos de la sociedad y el deber de informarse adecuadamente. Por una parte, el deber de vigilar la sociedad activa y continuamente obliga a los administradores a conocer las decisiones más relevantes de gestión que se toman y el modo en que se ejecutan los acuerdos o decisiones que se hayan adoptado. Por otra parte, los administradores tienen el deber de exigir, y el derecho de recibir la información que sea adecuada y necesaria para poder ejercer su cargo y cumplir sus funciones<sup>8</sup>.

El deber de informarse puede definirse como una expresión del deber de diligencia que busca establecer un estándar de conocimiento exigible a todos los miembros del órgano

---

<sup>5</sup> RECALDE CASTELLS, A.: “Modificaciones en el régimen del deber de diligencia de los administradores; la business judgement rule”, en AA VV, *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital* (EMPARANZA SOBEJANO, A., Dir.), Marcial Pons, Madrid, 2016, pp. 246-247.

<sup>6</sup> Boletín Oficial del Estado (BOE) núm. 161, de 03/07/2010; en adelante, LSC.

<sup>7</sup> LLEBOT MAJÓ, J.O.: “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, en AA VV, *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles* (ROJO, A. y BELTRÁN, E., Dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, p. 25.

<sup>8</sup> AA VV.: “Deberes exigibles a los administradores”, *Guía práctica sobre deberes y régimen de responsabilidad de los administradores en el ámbito mercantil*, Uría Menéndez, 22 de abril de 2015, p. 10. [http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4558/documento/guia\\_UM.pdf?id=5679](http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4558/documento/guia_UM.pdf?id=5679) (última consulta, 4 de junio de 2018).

de administración, individualmente considerados, sobre la marcha de la sociedad<sup>9</sup>. Obtener y analizar esa información resulta imprescindible para que la actuación de los administradores sea diligente, pues solo los administradores informados pueden adoptar las medidas y decisiones necesarias para el buen gobierno de la sociedad. Además, cabe mencionar que el deber de diligencia exige tener en cuenta los diversos riesgos, financieros y no financieros (como son los operativos, legales o reputacionales) que puedan afectar a la sociedad, y establecer y verificar los sistemas más adecuados para su identificación y tratamiento.

Por todo esto, es posible afirmar que el estándar de diligencia se entiende cumplido cuando las decisiones hayan sido adoptadas de buena fe, sin interés personal en el asunto, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado<sup>10</sup>.

## **1.2. El deber de lealtad**

La actual configuración del deber de lealtad conlleva la anteposición de los intereses de la sociedad a los de los administradores en el desempeño de su labor, en este sentido, los administradores sociales actúan en representación de los intereses sociales, ajenos por completo a sus intereses personales<sup>11</sup>.

El deber de lealtad es el segundo deber fiduciario general tipificado en el art. 227.1 LSC y requiere que el administrador ejerza sus funciones en todo momento en interés de la sociedad. Los administradores deben desempeñar el cargo con la diligencia de un fiel representante; es por ello que se espera del administrador lo que se esperaría de un representante que actúa con fidelidad a quien representa, por tanto, que este deber veta todos aquellos comportamientos de los administradores que, ante una situación de conflicto entre el interés de la sociedad y el suyo propio supongan la obtención de ventajas por estos a expensas de la sociedad.

Es decir, el deber de lealtad supone una protección preventiva de la sociedad ante conductas inadecuadas de los administradores para que, de este modo, estos actúen de buena fe y orientados por aquello que resulte más favorable para la sociedad que administran. El contenido del deber de lealtad de los administradores no solo está integrado por el propio de este, sino que también, por influencia de los modelos de buen gobierno corporativo, se han ido incluyendo progresivamente deberes específicos del deber de lealtad. De esta manera, el deber de lealtad obliga a los administradores a:

- i. Desempeñar su cargo con la lealtad de un fiel representante, actuando de buena fe y en el mejor interés de la sociedad;
- ii. No ejercitar sus facultades con fines distintos de aquellos para los que le han sido concedidas (ya sean concedidas en los estatutos o por poderes);

---

<sup>9</sup> RECAMÁN GRAMA, E.: *Los deberes y la responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en crisis*, Aranzadi, Navarra, 2016, p. 140.

<sup>10</sup> AA VV.: “Deberes exigibles a los administradores”, *op. cit.*, p. 12.

[http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4558/documento/guia\\_UM.pdf?id=5679](http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4558/documento/guia_UM.pdf?id=5679) (última consulta, 4 de junio de 2018).

<sup>11</sup> EMPARANZA SOBEJANO, A.: “El deber de lealtad de los administradores y de evitar situaciones de conflicto”, en AA VV, *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital* (EMPARANZA SOBEJANO, A., Dir.) Marcial Pons, Madrid, 2016, pp. 137-139.



- iii. No divulgar información, datos, informes o antecedentes a los que haya tenido acceso al ejercer su cargo, incluso cuando haya dejado de ser administrador, salvo en los casos permitidos por la ley o cuando sean requeridos;
- iv. No participar en la deliberación y votación de acuerdos o decisiones en las que él o una persona vinculada a él tenga un conflicto de intereses, directo o indirecto; ahora bien, no deben abstenerse en los acuerdos o decisiones que afecten al administrador en su condición de administrador;
- v. Ejercer sus funciones bajo su propia responsabilidad, con libertad de criterio e independencia respecto de instrucciones y vinculaciones de terceros; y
- vi. Adoptar medidas para evitar situaciones en las que sus intereses, por cuenta propia o ajena, puedan entrar en conflicto con el interés de la sociedad y con sus deberes respecto de la sociedad<sup>12</sup>.

### 1.3. La protección de la discrecionalidad empresarial

El desempeño del cargo de administrador conlleva necesariamente la adopción de decisiones empresariales, estratégicas y de negocio de gran trascendencia, como es la valoración de una oferta de fusión. En el ejercicio de funciones de este calibre es muy posible tener que asumir una serie de riesgos que, en ocasiones, pueden derivar en resultados no esperados.

Partiendo de la base de que los administradores de una sociedad toman decisiones continuamente, es lógico aceptar que no siempre es sencillo adoptar la solución adecuada, existen muchos factores y circunstancias a tener en cuenta, y en ocasiones lo que resulta mejor desde el punto de vista empresarial puede dañar los intereses de una gran parte de los accionistas, como ocurre en el supuesto planteado.

Por ello, resulta claro que la obligación que asumen los administradores al aceptar el cargo no es la de asegurar el éxito económico, empresarial y de negocio, pues ello les convertiría en responsables de los acontecimientos perjudiciales que exceden de la diligencia exigible, sino la de desempeñar el cargo cumpliendo con los deberes impuestos por las leyes y los estatutos con fidelidad al interés social. En consecuencia, no se debe imponer a los administradores responsabilidad por los daños padecidos a causa de las decisiones estratégicas, empresariales y de negocio inherentes a la discrecionalidad empresarial (como es el rechazo a una oferta de fusión), pues esto sería imputarles el riesgo de empresa que en ningún caso asumen al aceptar el cargo<sup>13</sup>.

Con el propósito de proteger la discrecionalidad empresarial, en Estados Unidos se ha desarrollado una regla conocida como *Business Judgment Rule*. Esta regla, que será analizada en el siguiente apartado, supone en líneas generales limitar la responsabilidad de los administradores por las decisiones empresariales que toman y que no resultan exitosas para la sociedad. En este sentido, según los juzgados y tribunales norteamericanos, el fracaso empresarial o el hecho de no obtener los resultados esperados no puede convertirse en una causa para reclamar daños a los administradores de la sociedad. Es por ello que se ha concluido que los jueces y tribunales no pueden entrar a valorar si una determinada decisión empresarial es acertada o no, sino que únicamente pueden juzgar si ha sido adecuado el procedimiento de decisión.

---

<sup>12</sup> AA VV.: “Deberes exigibles a los administradores”, *op. cit.*, p. 13.

[http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4558/documento/guia\\_UM.pdf?id=5679](http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4558/documento/guia_UM.pdf?id=5679) (última consulta, 4 de junio de 2018).

<sup>13</sup> LLEBOT MAJÓ, J.O.: “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, *op. cit.*, p. 34

La protección de la discrecionalidad empresarial se configura, por tanto, como una medida fundamentada en la presunción de que los administradores respetan los deberes fiduciarios que pesan sobre ellos<sup>14</sup> y destinada a proteger la facultad de estos de tomar decisiones estratégicas y de negocio. De este modo, si las decisiones son tomadas actuando de buena fe, sin interés personal en el asunto que es objeto de decisión, con información suficiente y con arreglo a un procedimiento de decisión adecuado, se considera que han sido tomadas de forma diligente. De este modo se protege a los administradores evitando que sean responsables cuando las decisiones resulten ser infructuosas pero se han tomado de forma diligente<sup>15</sup>.

La presunción antes mencionada, actúa, protegiéndose la decisión de toda valoración de procedencia y razonabilidad, siempre y cuando, la actuación de los administradores pueda considerarse racionalmente adoptada. Es por ello que hay que mencionar que la protección de la discrecionalidad empresarial no entra en juego en aquellas situaciones en las que la decisión sea excesivamente arriesgada. Por decisión excesivamente arriesgada cabe entender aquellas medidas que suponen la asunción por parte de la sociedad de niveles de riesgo excesivo o excepcional. Ahora bien, no toda decisión que genera un daño es una decisión excesivamente arriesgada, para que no sea aplicable esta regla, la decisión debe implicar la asunción de riesgos totalmente innecesarios<sup>16</sup>.

#### **1.4. Especial referencia a la *Business Judgement Rule***

A modo de contextualización, supongamos que la junta directiva de una sociedad vota para que esta se una con otra compañía bajo un acuerdo en el cual se les da a los accionistas 55 dólares en efectivo por acción que posee cada accionista<sup>17</sup>. Un accionista de la sociedad podría alegar que la junta directiva ha incumplido su deber de diligencia y cuidado en el sentido de que tendrían que haber esperado más dinero. Esta queja provoca que los tribunales acudan a algo conocido como la *Business Judgement Rule*. La idea que subyace a la *Business Judgement Rule* es que los tribunales deben ser moderados a la hora de responsabilizar a la junta directiva por las decisiones empresariales que arrojen resultados deficientes. Esto parece ser algo delicado, ya que después de todo, las decisiones empresariales implican tomar riesgos.

La regla del *Business Judgement Rule* (en adelante BJR) tiene sus orígenes en el derecho estadounidense, en concreto en el estado de Delaware, lugar donde ha sido constituida y donde se encuentra domiciliada *Wideknox Company*. El antecedente jurisprudencial más destacable lo encontramos en *Delaware*, 1984, el famoso caso *Aronson v. Lewis*, en cuya sentencia se establece lo que se ha considerado la definición legal del BJR:<sup>18</sup> una presunción de que, en la toma de decisiones empresariales los administradores de una sociedad actúan de manera informada, de buena fe, y bajo el

<sup>14</sup> RECAMÁN GRAMA, E.: *Los deberes y la responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en crisis*, op. cit., p. 173.

<sup>15</sup> AA VV.: “Deberes exigibles a los administradores”, op. cit., pp. 11-12.

[http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4558/documento/guia\\_UM.pdf?id=5679](http://www.uria.com/documentos/publicaciones/4558/documento/guia_UM.pdf?id=5679) (última consulta, 4 de junio de 2018).

<sup>16</sup> RECAMÁN GRAMA, E.: *Los deberes y la responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en crisis*, op. cit., p. 175.

<sup>17</sup> Esto es lo que ocurrió en el caso *Smith v. Van Gorkon*, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

A. GERVURTZ, F.: *Corporation Law*, 2<sup>nd</sup> Edition, West – Thomson Reuters, Minnesota, 2010, p. 286

<sup>18</sup> OLABARRIETA DE FRUTOS, U.: “*Business Judgement rule*”. *Una medida de responsabilidad del administrador social*, 20/12/2017 [https://acef.cef.es/business-judgement-rule.html#\\_ftnref1](https://acef.cef.es/business-judgement-rule.html#_ftnref1) (última consulta 4 de junio de 2018).

sincero convencimiento de que la acción es en el mejor interés de la sociedad. De este modo, esa decisión será respetada por los tribunales a menos que se demuestre la infracción del deber de diligencia. La prueba recaerá sobre la parte demandante que deberá establecer los hechos que refuten la presunción<sup>19</sup>.

Además, en esta dirección ya apuntaban sentencias como *Percy v. Millaudon* (1829), *Williams v. McKay* (1889) o *Randolph v. Ballard County Bank* (1911). Todo este acervo jurisprudencial se encuentra acogido en la formulación del deber de diligencia de la *Model Business Corporation Act* de la *American Bar Foundation*. La norma establece que los miembros del consejo de administración o de un comité delegado, en su deber de informarse en relación con su función decisoria y de vigilancia, cumplirán con sus deberes con el cuidado que una persona en una posición similar consideraría razonablemente apropiada en las mismas circunstancias.

En definitiva, los criterios que sustentan la BJR, que impiden exigir responsabilidad a los administradores, se refieren a la concurrencia de una decisión empresarial informada, de buena fe y en interés de la compañía. A estas exigencias se une la necesidad de que, a tenor de los requisitos anteriores resulte una decisión racional. En correspondencia solo cabrá reputar irracional la decisión, y, por tanto, se exceptiona la BJR, cuando la decisión sea tan manifiestamente imprudente que resulte inexplicable, en el sentido de que no se encuentre motivada y que ninguna persona mínimamente informada la hubiera adoptado<sup>20</sup>.

Tras la explicación de los requisitos de la regla del buen juicio empresarial, cabe traer a colación jurisprudencia para aclarar cuál es el contenido de la BJR en nuestro país. La Sentencia de la Audiencia Provincial de Pontevedra 50/2008 afirma que la actividad de administración de una empresa está sometida al denominado riesgo empresarial, esto es, a la posibilidad de que el desarrollo de aquella actividad menoscabe el patrimonio social; y la obligación de los administradores no es asegurar el éxito económico de la empresa social, sino desempeñar el cargo persiguiendo los intereses de la sociedad<sup>21</sup>.

### **1.5. Deberes exigibles a los administradores en la *Delaware General Corporation Law***

El mandato central de la *Delaware General Corporation Law* establece que los negocios y actividades de cada sociedad de Delaware deben ser administrados por o bajo la dirección de una junta directiva. Esta junta debe cumplir con una serie de deberes, como son el de administrar o supervisar la gestión de la corporación con cuidado y lealtad tanto a la sociedad como a sus accionistas. En términos generales, el deber de lealtad requiere que los directores actúen de buena fe para promover los intereses de la sociedad y se abstengan de perjudicarla. En este sentido, la noción de que los administradores deben actuar de buena fe impregna la jurisprudencia de *Delaware* en relación a gobiernos corporativos, ya que según la DGCL, solo los administradores que, entre otras cosas, actúen de buena fe en los informes corporativos están totalmente

---

<sup>19</sup> GUERRERO TREVIJANO, C.: *El deber de diligencia de los administradores en el gobierno de las sociedades de capital: la incorporación de los principios de la "business judgment rule" al ordenamiento español*, Civitas – Thomson Reuters, Navarra, 2014, p. 48.

<sup>20</sup> HERNANDO CEBRIÁ, L.: *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales*, Marcial Pons, Madrid, 2009, p. 117.

<sup>21</sup> SAP de Pontevedra 50/2008, de 24 de enero de 2008 (ES: APPO: 2008:173).

protegidos contra las reclamaciones de los accionistas<sup>22</sup>. Es por ello, que el resultado a la cuestión a la cual se pretende dar respuesta en el presente epígrafe estriba en dirimir si los administradores actuaron de buena fe.

El deber de lealtad busca asegurar que la sociedad actúe de manera acorde a la ley de *Delaware*, una ley que permite a las sociedades llevar a cabo cualquier negocio legal por cualquier medio legal. En este sentido la junta directiva debe esforzarse por que la sociedad tenga políticas que garanticen el cumplimiento de las leyes aplicables a sus operaciones. Además, el deber de lealtad prohíbe a los directores usar sus posiciones para promover sus propios intereses personales, es decir, la junta directiva debe dedicarse a la sociedad con lealtad a la misma y a sus accionistas sin tener en cuenta su propio interés.

En relación al deber de cuidado, está claro que al administrar los negocios y asuntos de una sociedad los directores deben tomar decisiones, estas deben ser informadas, sin embargo, se acepta que no están obligados a revisar absolutamente toda la información al tomar sus decisiones, solo aquella que resulte especialmente importante para la decisión<sup>23</sup>.

## 1.6. Conclusiones

Tras haber planteado las distintas cuestiones jurídicas que giran en torno a los deberes exigibles a los administradores, tanto en España como en *Delaware*, lugares donde se encuentran constituidas las dos sociedades del supuesto de hecho, es posible señalar cuáles son los resultados de este epígrafe.

Entiendo que el consejo de administración de *Wideknox Company* no ha incumplido los deberes exigibles a los administradores y que la decisión ha sido racional por los siguientes motivos:

En primer lugar, como apunta la *Delaware General Corporation Law* “el consejo de administración de cada sociedad que quiera fusionarse (...) deberá adoptar una resolución que apruebe un acuerdo de fusión (...) y declare su conveniencia (...)”<sup>24</sup>, a la luz de este mandato, parece que los administradores de la sociedad norteamericana deben tomar una decisión en relación con la propuesta de fusión, que sea conveniente, es decir, de acuerdo a la diligencia, lealtad, cuidado y buena fe. A pesar de que más adelante su decisión tuvo consecuencias negativas, en un primer momento pareció adecuada y conveniente, en tanto en cuanto la obligación de los administradores no es asegurar el éxito económico de la sociedad, sino desempeñar el cargo cumpliendo con los deberes legalmente establecidos, es decir, en el marco de la diligencia y la buena fe. Además, los administradores de *Wideknox Company*, tras evaluar la propuesta de la sociedad española y ver que la operación gira en torno a un tipo de canje razonable, deciden rechazarla, cumpliendo su deber de lealtad al proteger así, los intereses sociales, los estatutos de la sociedad y a los accionistas de la misma.

---

<sup>22</sup> DGCL § 141 (e).

<sup>23</sup> DGCL, Title 8, Chapter 1, <http://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf> (última consulta, 5 de junio de 2018).

<sup>24</sup> DGCL § 251 (b): “the board of directors of each corporation which desires to merge (...) shall adopt a resolution approving an agreement of merger (...) and declaring its advisability (...)” (la traducción es mía) <http://delcode.delaware.gov/title8/title8.pdf> (última consulta, 6 de junio de 2018).

En este sentido, para que la decisión se ajuste a las exigencias legales resulta especialmente importante el hecho de contar con un procedimiento de decisión adecuado. Para que haya un procedimiento de decisión adecuado es necesario identificar el problema, identificar los criterios de toma de decisiones y evaluar la efectividad e incidencia de la decisión. Podría haber sido adecuado y haber resultado de gran utilidad la realización, por parte del consejo de administración de *Wideknox Company*, de una *Due Diligence* legal y financiera con el fin de procesar toda la información relevante<sup>25</sup> y que pueda afectar a la ejecución de la operación proyectada<sup>26</sup>, para de este modo, evitar una futura OPA. Sin embargo, la *Delaware General Corporation Law*, a sabiendas de que los administradores tienen que tomar constantemente decisiones, les permite no tener que revisar exhaustivamente toda la información al adoptar sus resoluciones.

En esta línea, considero que el problema ha sido correctamente evaluado y la decisión ha sido adoptada de forma racional, ya que los administradores de *Wideknox Company* valoraron, con toda la información posible, las consecuencias que tendría una hipotética fusión, tanto para la sociedad como para sus accionistas. Por ello, guiados por el deber de lealtad, consideraron, subjetivamente, que lo apropiado era rechazar la oferta.

Como se ha señalado en el análisis de las cuestiones jurídicas, los administradores tienen cierto nivel de discrecionalidad a la hora de decidir sobre asuntos sociales. Es por ello que, desde mi punto de vista, los administradores estarían protegidos por la *Business Judgement Rule*. La regla del buen juicio empresarial daría cobijo a los administradores en caso de reclamación por incumplimiento de los deberes exigibles. Esto se debe a que la decisión ha sido adoptada de forma razonada, es decir, siguiendo los criterios que cualquier persona con una diligencia estándar seguiría en esa misma situación, y no de manera negligente ni asumiendo riesgos excesivos o excepcionales,

Para reforzar esta línea argumental cabe aportar jurisprudencia de tribunales estadounidenses:

En la sentencia de la Corte Suprema de Luisiana en 1829, el tribunal señaló que el error en el cumplimiento del deber de diligencia por el administrador debía atender a un criterio “tan grave que un hombre de sentido común y diligente no hubiera incurrido en él”<sup>27</sup>. También, la Corte Suprema de Alabama en 1911 afirmó que los administradores desempeñan una función de gran importancia y no se les puede exigir que “posean una información perfecta de los asuntos que puedan llegar a su conocimiento, y que no pueden errar o estar equivocados tampoco en la conveniencia o legalidad de los medios utilizados para ello”<sup>28</sup>.

---

<sup>25</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J.: “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas”, en AA VV, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, p. 52.

<sup>26</sup> HERNANDO CEBRIÁ, L.: *La revisión legal (legal due diligence) en el Derecho mercantil*, Comares, Granada, 2008, p. 24.

<sup>27</sup> *Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68, (La. 1829): “so gross a kind that a man of common sense, and ordinary attention, would not have fallen into it”. Traducción de HERNANDO CEBRIÁ, L.: *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales*, op. cit., p. 106.

<sup>28</sup> *Randolph v. Ballard County Bank*, 134 S.W. 165, 166 (Ky. 1911): “they possess such a perfect knowledge of the matters and subjects with may come under their cognizance, that they cannot be mistaken, either in the wisdom or legality of the means employed by them”. Traducción de HERNANDO CEBRIÁ, L.: *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales*, op. cit., p. 107.

Por esto, considero que han tenido la información suficiente y la han valorado de una forma adecuada. Siendo una decisión de tal calibre puede que sean múltiples las controversias que pueda originar, pero en ningún caso ello supone que haber optado por esta decisión sea negligente y por ello no se puede imputar la obtención de un resultado no esperado al incumplimiento de los deberes de cuidado, buena fe, lealtad y diligencia. Es más, aunque se espera que los directores actúen de forma razonable, los tribunales de *Delaware* solo intervendrían cuando los administradores se aparten radicalmente de lo que se esperaría de una junta directiva cuidadosa.

Un caso clave que nos puede ayudar a dirimir si la decisión adoptada por el consejo de administración de *Wideknox Company* fue diligente es el ya mencionado *Smith v. Van Gorkom*. Tras el estudio de este caso, es posible llegar a la conclusión de que si los administradores someten su decisión a la aprobación de los accionistas y además, esta ha sido informada, la decisión será diligente y tomada con arreglo a la buena fe. Por tanto, para justificar que los administradores de *Wideknox Company* no han incumplido sus deberes partimos de la presunción de que han sometido su acuerdo a la aprobación de los accionistas.

En caso de que los accionistas de *Wideknox Company* trataran de actuar contra los administradores deberían de demostrar que actuaron de manera negligente, algo que sería sumamente complicado, ya que como norma general opera la presunción de la BJR. En relación con este argumento cabe traer a colación la decisión de la Corte Suprema de *Delaware* (*Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006), en la cual se afirma que la buena fe abarca todas las acciones hechas con fidelidad y con devoción al interés de la corporación y sus accionistas. Una omisión de actuar de buena fe puede mostrarse, por ejemplo, cuando el fiduciario intencionalmente actúa con un propósito diferente al de promover los mejores intereses de la sociedad, cuando el fiduciario actúa con la intención de violar la ley aplicable, o cuando el fiduciario intencionalmente no actúa ante un deber, demostrando un desprecio consciente por estos deberes<sup>29</sup>. No parece, en ningún caso, que los administradores de *Wideknox Company*, hayan actuado intencionalmente de mala fe, es decir, poniendo sus intereses por delante de la sociedad o de los accionistas.

En definitiva, la *Delaware General Corporation Law* otorga a los administradores una amplia discreción a la hora de decidir como la sociedad debe buscar las ganancias. Y el deber de lealtad les exige considerar el modo de acción legal y ético que producirá mejor resultado para los accionistas de la sociedad, y, el mejor resultado, no es que pasen a ser accionistas minoritarios de una sociedad en la que no tendrían el mismo poder de control ni capacidad de toma de decisiones, lo cual sucedería en caso de aceptar la fusión<sup>30</sup>.

## 2. FUSIÓN DE SOCIEDADES

Las fusiones se encuadran en el marco de las modificaciones estructurales, es por ello que su regulación se encuentra en la Ley 3/2009, de 3 de abril, *sobre modificaciones*

---

<sup>29</sup> Sentencia de la Corte Suprema de Delaware 906 A.2d 27 (Del. 2006). La traducción es mía <https://www.courtlistener.com/opinion/2360315/in-re-walt-disney-co-derivative-litigation/> (última consulta 10 de junio de 2018).

M. BAINBRIGDE, S.: *Corporate Law*, 2<sup>nd</sup> Edition, Foundation Press, New York, 2009, p. 161.

<sup>30</sup> *The Delaware way: Deference to the BJR of directors who act loyally and carefully*. <https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/> (última consulta, 5 de junio de 2018).



*estructurales de las sociedades mercantiles* (LME)<sup>31</sup>, su preámbulo señala que las modificaciones estructurales son “aquellas alteraciones de la sociedad que van más allá de las simples modificaciones estatutarias para afectar a la estructura patrimonial o personal de la sociedad, y que, por tanto, incluyen: (...) la fusión”. En este epígrafe trataremos las cuestiones jurídicas relativas a la fusión de sociedades, haciendo especial hincapié en los efectos que produce una fusión desde el punto de vista del ordenamiento español.

Concretamente, el objeto de este epígrafe es el estudio de los efectos que produciría sobre los trabajadores y sobre las concesiones administrativas una fusión por absorción. En este sentido, cabe apuntar que según la Estadística Mercantil del año 2017, el número total de fusiones por absorción fue de 1609. Esta es la modalidad más utilizada, mientras que en el mismo ejercicio, las fusiones por unión alcanzaron un total de tan solo 37 operaciones<sup>32</sup>.

## 2.1. Introducción

Desde una perspectiva económica, las modificaciones estructurales son operaciones que suponen una alteración de las empresas y consisten en la modificación sustancial de su estructura organizativa. Por tanto, la fusión de sociedades es una modalidad de modificación estructural que, en el ámbito societario se regula en la LME<sup>33</sup>. En virtud de la fusión, dice el art. 22 LME, dos o más sociedades mercantiles inscritas se integran en una única sociedad mediante la transmisión en bloque de sus patrimonios y la atribución a los socios de las sociedades que se extinguen en acciones, participaciones o cuotas de la sociedad resultante, que puede ser de nueva creación o una de las sociedades que se fusionan.

Antes de exponer cuales son los caracteres configuradores del concepto de fusión de sociedades, es necesario señalar que todas las fusiones de sociedades, cualquiera que sea su modalidad, se articulan a través de un procedimiento con tres grandes fases que la doctrina ha denominado de preparación, decisoria (en la cual procede la aprobación de la fusión por parte de los socios de las sociedades participantes) y de ejecución. Todo ello, concluye con la inscripción en el Registro Mercantil de la operación de absorción o de creación de nueva sociedad, que confiere a la operación efectos plenos<sup>34</sup>.

Ahora bien, a la vista de la definición aportada por el art. 22 LME, es posible afirmar cuales son los aspectos que la delimitan fundamentalmente: En primer lugar, ha de tratarse de sociedades mercantiles, bien por la naturaleza de su objeto o por la forma de constitución, en segundo lugar, han de estar inscritas en el Registro mercantil correspondiente y se integran en una única sociedad, de nueva creación si se trata de fusión por constitución o en la sociedad absorbente de las demás sociedades que se

---

<sup>31</sup> BOE núm. 82, de 04/07/2009; en adelante LME.

<sup>32</sup> Información extraída de la *Estadística Mercantil*, de REGISTRADORES DE ESPAÑA, [http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/estadistica%20mercantil/Estadistica\\_Mercantil\\_2017.pdf](http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/estadistica%20mercantil/Estadistica_Mercantil_2017.pdf) (última consulta 7 de junio de 2018).

SÁNCHEZ CALERO, F y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: “Modificaciones estructurales y traslado internacional del domicilio social”, *op. cit.*, p. 825.

<sup>33</sup> VIVES RUIZ, F.: “La fusión de sociedades”, en AA VV, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, p. 724.

<sup>34</sup> VIVES RUIZ, F.: “La fusión de sociedades”, *op. cit.*, p. 725.

fusionan, en la fusión por absorción<sup>35</sup>. Además, la figura de la fusión ha de considerarse única, aun cuando existan diversas modalidades de ejecución. La nota más relevante es la de que dos o más sociedades puedan fusionarse entre sí de manera que sus respectivos patrimonios y socios se integren en una única sociedad. Es común, por tanto, que en la fusión se produce la compenetración de varias organizaciones autónomas en una única organización.

La fusión puede realizarse, esencialmente, mediante dos procedimientos: el primero de ellos es la fusión por creación de una nueva sociedad, y, el segundo, que es el que ocurre en el supuesto de hecho planteado, es la fusión por absorción. En la fusión por absorción una sociedad absorbe a otra u otras que se disuelven y se extinguen (art. 23 LME)<sup>36</sup>; en este procedimiento, la sociedad absorbente adquiere los patrimonios de las sociedades absorbidas, aumentando, en su caso, el capital social en la cuantía que proceda.

En este sentido, la regulación que aporta el ordenamiento jurídico español de la fusión de sociedades es muy similar a la que presenta la *Delaware General Corporation Law*. El artículo 251 sección (b) de la DGCL señala que dos o más sociedades pueden fusionarse en una única sociedad o pueden consolidarse en una nueva sociedad, de conformidad con un acuerdo de fusión o consolidación. En España con carácter general, la fusión de sociedades es una competencia reservada a la junta de socios<sup>37</sup> de cada una de las sociedades intervinientes, ajustándose estrictamente al proyecto común, es por ello que cualquier acuerdo de una sociedad participante que modifique el proyecto común equivaldrá al rechazo de la propuesta<sup>38</sup>. Sin embargo, la DGCL parece que otorga, en la fusión, más protagonismo al consejo de administración. En *Delaware* es el consejo de administración de cada sociedad que desee fusionarse o consolidarse quien debe adoptar una resolución que apruebe un acuerdo de fusión o consolidación y declare su conveniencia<sup>39</sup>. Eso sí, más adelante este acuerdo se presentará a los accionistas en una reunión anual o especial para que actúen o participen en el acuerdo. En la reunión, se considerará el acuerdo y se votará para su adopción o rechazo<sup>40</sup>.

En los siguientes subepígrafes, serán analizados los aspectos básicos del procedimiento de fusión que tiene lugar en el caso propuesto, es decir, la fusión por absorción, así como las consecuencias que tendrá tanto para los trabajadores de las sociedades afectadas como en relación con las concesiones administrativas y licencias de las que ambas empresas disponen para desarrollar sus actividades de producción y transporte de energía eólica.

---

<sup>35</sup> GARRIDO DE PALMA, V.M. Y ANSÓN PEIRONCELY, R.: “Fusión y fusión transfronteriza”, en AA VV, *La ley 3/2009 de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Civitas – Thomson Reuters, Navarra, 2009, pp. 60-61.

<sup>36</sup> SÁNCHEZ CALERO, F y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: “Modificaciones estructurales y traslado internacional del domicilio social”, *op. cit.*, p. 825.

<sup>37</sup> Cabe traer a colación el artículo 160, apartado g) de la Ley de Sociedades de Capital “es competencia de la junta general deliberar y acordar sobre los siguientes asuntos: la fusión”

<sup>38</sup> VIVES RUIZ, F.: “La fusión de sociedades”, *op. cit.*, p. 743.

<sup>39</sup> DGCL § 251 (b).

<sup>40</sup> DGCL § 251 (c).



## 2.2. Fusión por absorción

Cuando una sociedad absorbe a otra, la escritura de fusión habrá de contener todas las circunstancias y características del acuerdo de fusión, las modificaciones estatutarias en la sociedad absorbente que sean precisas como consecuencia de la absorción y el número, clase y serie de las acciones que hayan de ser atribuidas a cada uno de los nuevos socios (art. 45.2 LME). También, la escritura de fusión por absorción habrá de ser inscrita en el Registro Mercantil. La personalidad jurídica de la sociedad absorbente no se ve afectada, ya que sucede a título universal a las sociedades extinguidas por dicha absorción.

Acudiendo a un análisis más detallado de la fusión y en concreto de la fusión por absorción, SÁNCHEZ CALERO y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE<sup>41</sup>, señalan los siguientes efectos característicos de la fusión:

Hay que partir de la base de que la inscripción de la escritura tiene carácter constitutivo, ya que la eficacia de la fusión se hace depender legalmente de la inscripción de la absorción (art. 46.1 LME). En consecuencia, es con la inscripción cuando la fusión despliega los efectos jurídicos que le son propios en relación con la existencia de las distintas sociedades, sus respectivos patrimonios y los socios de cada una de ellas:

En relación con la existencia de las distintas sociedades, la fusión tiene un efecto extintivo sobre las sociedades que van a ser absorbidas. Estas sociedades se extinguen, lo que se hará constar en el Registro Mercantil una vez inscrita la fusión; a tal efecto, el registrador cancelará de oficio los asientos a las sociedades extinguidas, por medio de un único asiento, trasladando a la nueva hoja de la sociedad absorbente aquellos asientos que hayan de quedar vigentes.

En cuanto a los respectivos patrimonios se produce un traspaso en bloque de ellos a la sociedad absorbente. Se produce una sucesión universal de todos los derechos y obligaciones de las sociedades extinguidas que se traspasan a la sociedad absorbente. Este traspaso se lleva a efecto en el momento de la ejecución de la fusión, esto es, cuando se formaliza la absorción. En esta línea existe una gran cantidad de jurisprudencia, entre otra, cabe traer a colación la siguiente: en primer lugar la Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona 240/2018<sup>42</sup> afirma que tras la fusión por absorción, la sociedad absorbente deviene responsable de las obligaciones que tuviera la sociedad absorbida, puesto que las transformaciones estructurales de las sociedades, a través de las operaciones de fusión, producen, una sucesión universal en un patrimonio de una sociedad a otra. También, en este camino se encuentra otra Sentencia de la Audiencia Provincial de Barcelona, en este caso la 260/2018<sup>43</sup>, que señala que en virtud de una escritura de fusión por absorción nos encontramos ante una sucesión universal de todos los derechos y obligaciones.

En lo que atañe a los socios de cada una de ellas, la fusión conlleva la participación de los socios de las sociedades extinguidas en la sociedad absorbente, recibiendo un número de acciones en proporción a la participación que tenían en aquellas sociedades.

---

<sup>41</sup> SÁNCHEZ CALERO, F y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: “Modificaciones estructurales y traslado internacional del domicilio social”, *op. cit.*, pp. 838-839.

<sup>42</sup> SAP de Barcelona 240/2018, de 2 de mayo de 2018 (ES: APB: 2018:3180).

<sup>43</sup> SAP de Barcelona 260/2018, de 16 de mayo de 2018 (ES: APB: 2018:4292).

La sucesión universal, llega hasta tal punto que incluso puede llegar a incluir las subvenciones o ayudas públicas que las empresas afectadas tengan concedidas. Cuando se produzca una modificación estructural, como lo es una fusión, se origina una sucesión universal que afecta también a las relaciones subvencionales que se puedan mantener con la administración. Ahora bien, en caso de que la modificación provoque cambios en las condiciones del sujeto subvencionado esta afirmación puede matizarse<sup>44</sup>.

### 2.3. Efectos de la fusión sobre los trabajadores

El punto de partida es que el acuerdo de fusión que se inscribe supone la transmisión en bloque de los respectivos patrimonios sociales a la sociedad resultante de la fusión, la cual los adquiere, por sucesión universal, subrogándose en los derechos y obligaciones de las sociedades extinguidas. En el caso de la absorción, la sucesión universal produce como efecto la responsabilidad total de la sociedad absorbente por las deudas y obligaciones de la sociedad que se extingue<sup>45</sup>.

En este sentido, en el ámbito de las relaciones laborales, se produce la subrogación de la sociedad resultante de la fusión en los derechos y obligaciones laborales y de Seguridad Social de las sociedades que se extinguen, tal y como apunta el art. 44 del 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* (ET)<sup>46</sup>. El art. 44 ET articula un método para, ante cambios de titularidad en una empresa, hacer real el principio de estabilidad en el empleo.

La legislación laboral contempla estas situaciones con la intención de que la transmisión no provoque por sí misma ni la pérdida del empleo ni el empeoramiento de las condiciones laborales, de que esto se cumpla, además del art. 44 ET, existe la Directiva 2001/23/CE del Consejo, de 12 de marzo de 2001, *sobre la aproximación de las legislaciones de los Estados miembros relativas al mantenimiento de los derechos de los trabajadores en caso de traspaso de empresas, de centros de actividad o de partes de empresas o de centros de actividad*<sup>47</sup>.

Partiendo de la base de que estas normas operan de forma automática y por ministerio de la ley, es posible afirmar que a partir de la transmisión, el nuevo titular pasa a ocupar en cada una de las relaciones laborales existentes el mismo lugar que ocupaba el anterior. No se produce ningún cambio en el seno del contrato, salvo el de la persona del empleador, de modo que el nuevo empresario ostenta frente a los trabajadores de la empresa los mismos derechos y obligaciones que el anterior. La subrogación alcanza, desde luego, a las obligaciones de contenido económico, salarial o extrasalarial, (Sentencia del Tribunal Supremo, 15 de septiembre de 1989<sup>48</sup>). También alcanza a las obligaciones anejas, como las de Seguridad Social, y puede operar incluso en el plano de los procesos judiciales entablados con el anterior titular. Además, la subrogación solo abarca derechos y obligaciones realmente existentes en el momento de la

---

<sup>44</sup> MAGIDE HERRERO, M.: “Consideraciones jurídico-administrativas en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas”, en AA VV, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, p. 1109.

<sup>45</sup> GARRIDO DE PALMA, V.M. Y ANSÓN PEIRONCELY, R.: “Fusión y fusión transfronteriza”, *op. cit.*, pp. 90-91.

<sup>46</sup> BOE núm. 255, de 24/10/2015; en adelante, ET.

<sup>47</sup> Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DOCE) núm. 82, de 22 de marzo de 2001, pp. 16-20.

<sup>48</sup> STS de 15 de septiembre de 1989 (ES:TS:1989:4660).

transmisión y no meras expectativas (Sentencia del Tribunal Supremo, 12 de abril de 2011<sup>49</sup>). También, los derechos que manda mantener el art. 44 ET no son aplicables a los trabajadores contratados con posterioridad a la transmisión (Sentencia del Tribunal Supremo, 3 de noviembre de 2009<sup>50</sup>). Por último, la obligación de respetar los derechos de los trabajadores no resulta incompatible, en el caso de fusión, con la realización de un pacto de unificación de las estructuras salariales que preexistentes en cada una de las empresas fusionadas (Sentencia del Tribunal Supremo, 12 de noviembre de 1993<sup>51</sup>).<sup>52</sup>

Sin embargo, como indican MOLERO MANGLANO, SÁNCHEZ-CERVERA VALDÉS, LÓPEZ ÁLVAREZ Y MATORRAS DÍAZ-CANEJA<sup>53</sup>, a pesar de que la regla general es asegurar la continuidad de las relaciones laborales y salvaguardar las condiciones de trabajo adquiridas por los trabajadores que se vean afectados, ello no significa que los contratos de trabajo queden total y absolutamente inmunes a cualquier tipo de decisión extintiva o modificativa.

En primer lugar, la regla general es la subrogación en los contratos de trabajo vigentes en el momento de efectividad de la transmisión, lo que implica: que la sucesión no opera como causa que legitime por sí misma la terminación de la vinculación laboral y que los trabajadores afectados conservan la antigüedad consolidada en la empresa anterior, no siendo aceptada la firma de un finiquito con el transmitente y ulterior suscripción de nuevos contratos de trabajo para la constitución de una nueva relación de trabajo que empezaría a desplegar efectos desde su formalización. Sin embargo, no existe obstáculo legal que impida que en la fase preparatoria el transmitente adopte medidas extintivas, o que con posterioridad el nuevo empresario extinga los contratos de trabajo. Pero se deberá respetar la normativa general de extinción.

En segundo lugar, la regla general es la subrogación automática e inmediata en todas las obligaciones laborales del transmisor, así como en los compromisos por pensiones y, en general, en cuantas obligaciones en materia de Seguridad Social complementaria hubiese asumido éste frente a la plantilla que se ve afectada. Es, pues, una subrogación universal, que alcanza a cualesquiera condiciones de trabajo. Sin embargo, dicha subrogación no alcanza, en cambio, como ya se ha señalado, a las meras expectativas legales o futuras. Además, también como ya se ha señalado antes, la obligación de subrogación no resulta incompatible con un pacto unificador de las condiciones aplicadas por las empresas que quedan absorbidas en una nueva entidad. Asimismo, el principio de continuidad en la relación de trabajo no impone una absoluta congelación de las condiciones de trabajo. Por último, la subrogación no obliga al nuevo empresario al mantenimiento indefinido de las condiciones de trabajo previstas en el convenio colectivo que la empresa transmitente aplicaba, sino solo a respetar las existentes en el momento de la transferencia, por lo que en futuro habrá de acomodarse a las normas legales o pactadas que regulan la relación laboral con el nuevo empleador.

---

<sup>49</sup> STS de 12 de abril de 2011 (ES:TS:2011:2465).

<sup>50</sup> STS de 3 de noviembre de 2009 (ES:TS:2009:7095).

<sup>51</sup> STS de 12 de noviembre de 1993 (ES:TS:1993:7627).

<sup>52</sup> MARTÍN VALVERDE, A., RODRÍGUEZ-SAÑUDO GUTIÉRREZ, F. y GARCÍA MURCIA, J.: “Vicisitudes de la relación de trabajo” en *Derecho del trabajo*, Vigésimocuarta edición, Tecnos, Madrid, 2015, pp. 729-730.

<sup>53</sup> MOLERO MANGLANO, C., SÁNCHEZ CERVERA VALDÉS, J.M., LÓPEZ ÁLVAREZ, M<sup>a</sup>. J., y MATORRAS DÍAZ-CANEJA A.: “Vicisitudes objetivas y subjetivas” en *Manual de Derecho del Trabajo*, Novena edición, Civitas – Thomson Reuters, Navarra, 2009, pp. 499-505.

Además, el régimen de responsabilidad en cuanto al cumplimiento de obligaciones laborales y de Seguridad Social tiene unas características concretas para los casos de operaciones societarias como las fusiones o absorciones. En estos casos, tanto el transmitente como el nuevo empresario responden solidariamente durante tres años de las obligaciones laborales nacidas con anterioridad a la transmisión y que no hubieran sido satisfechas. Esta responsabilidad alcanza no solo a las deudas asumidas frente a trabajadores adscritos a la entidad económica objeto de transmisión transferidos, sino también a las deudas laborales pendientes frente a trabajadores no transmitidos (Sentencia del Tribunal Supremo, 15 de julio de 2003<sup>54</sup>). Sin embargo, nada impide que el nuevo empresario repita contra el viejo el alcance patrimonial que para él derive esta responsabilidad. Respecto de las obligaciones de Seguridad Social, son responsables solidariamente el adquirente y el empresario anterior no solo del cumplimiento de las obligaciones de cotización, sino también del pago de las prestaciones de Seguridad Social a cargo del transmitente.

Mención aparte merece el efecto de la fusión sobre los convenios colectivos en vigor. Pues bien, en este supuesto, la transmisión no determina por sí misma un cambio automático del convenio colectivo. De este modo, se mantendrá el contenido normativo del convenio: o bien hasta la negociación del nuevo convenio colectivo con la nueva empresa, o bien hasta el término de la vigencia ordinaria del convenio de la empresa transmitente. Todo ello, salvo pacto en contrario entre la nueva empresa y sus representantes laborales. Llegado el momento de cambiar el convenio colectivo, tal y como afirma el Tribunal Supremo, el posterior, en el que se unifiquen las condiciones sociales y de trabajo, da lugar a la sustitución de las viejas condiciones de origen convencional, esto sin perjuicio de que, como también afirma el Tribunal Supremo, el propio convenio o un acuerdo posterior pueda establecer la conservación a título personal. Pero es necesario que conste de modo explícito esa cláusula, puesto que el art. 44 ET solo impone la subrogación del nuevo empresario en los derechos y obligaciones realmente existentes en el momento de la integración.

En conclusión, la regla general es la sucesión universal, produciéndose, el mantenimiento de los contratos de trabajo de todos los trabajadores afectados por la fusión por absorción de la sociedad o sociedades. Así la consecuencia más característica de este supuesto es la subrogación del adquirente en los derechos y obligaciones laborales y de seguridad social del anterior, incluyendo los compromisos de pensiones<sup>55</sup>. De este modo, el cambio de titularidad empresarial no solo no extingue los contratos de trabajo, sino que el nuevo empresario queda subrogado en todos los derechos y obligaciones del anterior (derechos, antigüedad, etc.). Sin embargo, existen una serie de supuestos, en donde las relaciones laborales pueden verse afectadas por la fusión, como por ejemplo, aquellas medidas extintivas que pueda adoptar el transmitente en la fase preparatoria de la fusión.

#### **2.4. Efectos de la fusión sobre las concesiones administrativas y licencias**

Existen muchas operaciones de adquisición o reestructuración empresarial que tienen algún condicionante derivado de la aplicación del Derecho Administrativo. Este hecho

---

<sup>54</sup> STS de 15 de julio de 2003 (ES:TS:2003:5039).

<sup>55</sup> GARCÍA-PEROTE ESCARTÍN, I. y BARROS GARCÍA, M.: “Aspectos laborales de las adquisiciones empresas”, en AA VV, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, p. 1055.

es la consecuencia necesaria de la intervención o participación de las administraciones públicas en los diferentes sectores de la economía. Cualquier actividad económica está sujeta a una determinada regulación normativa y prácticamente todas lo están a algún régimen de intervención administrativa<sup>56</sup>.

Tras esta breve introducción, resulta procedente hacer mención a aquellas operaciones que pueden suponer una restructuración del contratista, como es el caso de las fusiones. A supuestos como el que nos ocupa se refiere el art. 98 de la Ley 9/2017, de 8 de noviembre, *de contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014*<sup>57</sup> en los siguientes términos:

“En los casos de fusión de empresas en los que participe la sociedad contratista, continuará el contrato vigente con la entidad absorbente o con la resultante de la fusión, que quedará subrogada en todos los derechos y obligaciones dimanantes del mismo. (...) Si no pudiese producirse la subrogación por no reunir la entidad a la que se atribuya el contrato las condiciones de solvencia necesarias se resolverá el contrato, considerándose a todos los efectos como un supuesto de resolución por culpa del adjudicatario.”

Parece que la razón de este precepto es, como afirma MAGIDE HERRERO<sup>58</sup>, que no disminuya la solvencia del contratista de la administración y, por tanto, su capacidad de ejecutar correctamente el contrato en cuestión. Desde esta perspectiva, una fusión no reduce esa solvencia, ni los medios que están tras ella, sino que los acumula a los de la otra entidad fusionada.

La aplicación del art. 98 LCSP se produce *ope legis*, es decir, no es necesario comunicar a la administración contratante la fusión para que aquella declare la subrogación, sin perjuicio de que si la fusión va a suponer una novación subjetiva del contrato resulte necesario comunicar la operación a meros efectos prácticos (de tramitación y pago de la facturación que realizará el nuevo contratista. Consecuentemente, la regla general, salvo que la entidad absorbente no reúna las condiciones de solvencia necesarias, será la subrogación en todos los derechos y obligaciones que tenía la sociedad contratista absorbida.

Además, en otro orden de cosas, no es infrecuente que en una operación como la que nos ocupa, las empresas implicadas tengan derechos reales sobre bienes de titularidad pública. Cuando esos bienes son de dominio público y los derechos de la empresa en cuestión concesiones demaniales, es preciso atender a los condicionantes de Derecho público que puedan surgir de esta circunstancia. Las concesiones demaniales pueden ser definidas como aquel acto administrativo por virtud del cual la administración titular confiere a un tercero un derecho de uso privativo y temporal de una porción del dominio público o un derecho de uso común especial, conservando aquella en todo caso su

---

<sup>56</sup> MAGIDE HERRERO, M.: “Consideraciones jurídico-administrativas en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas”, *op.cit.*, pp. 1079-1080.

<sup>57</sup> BOE núm. 272, de 09/11/2017; en adelante LCSP.

<sup>58</sup> MAGIDE HERRERO, M.: “Consideraciones jurídico-administrativas en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas”, *op. cit.*, pp. 1102-1106.

titularidad, así como las potestades de policía necesarias para asegurar el cumplimiento de las condiciones de la concesión y la indemnidad del bien concedido<sup>59</sup>.

Las concesiones de dominio público, es decir, derechos reales que permiten el uso o la explotación privativa de un bien de dominio público, no son contratos, sino actos administrativos unilaterales<sup>60</sup> requeridos de aceptación para su efectividad. Esta naturaleza no contractual debe tenerse en cuenta, puesto que determina la inaplicación normativa de la LCSP (art. 9.1 “se encuentran excluidas de la presente ley las autorizaciones y concesiones sobre bienes de dominio público y los contratos de explotación de bienes patrimoniales”) y su regulación por la normativa relativa al patrimonio de las AAPP<sup>61</sup>. La ocupación de un bien demanial solo se justifica para la realización de determinadas actividades, y la explotación del bien tiene lógicamente relevancia para los intereses públicos.

Esta naturaleza jurídico-real, y no contractual, determina que el control de la administración sobre lo que se hace en dominio público sea menor que el que tiene sobre la ejecución de un contrato administrativo y, por tanto también lo sea sobre las características y solvencia del titular de la concesión. En este sentido, la LPAP, no prevé expresamente la necesidad de autorización previa para la transmisión de las concesiones demaniales, pero si se deduce de algunos preceptos. Por ejemplo, en primer lugar, el art. 97.1 LPAP afirma que los derechos reales que el titular dispone sobre las obras, construcciones e instalaciones fijas que haya construido para el ejercicio de la actividad autorizada por el título de la concesión, están sujetos a autorización. En segundo lugar, el artículo 98.1 señala que para la transmisión de estos mediante la fusión, es necesario contar con la autorización de la administración concedente. La necesidad de autorización en los supuestos de fusión es tal que a falta de esta, la concesión o autorización se extinguirá.

La LPAP no prevé las condiciones a las que se sujeta la autorización de la administración, por ello para su determinación habrá de atender en primer lugar, a lo previsto en el título concesional. Ante el eventual silencio de dicho título, parece razonable afirmar que la autorización no habría de ser discrecional y debería otorgarse si se justifica que el adquirente mantendrá el destino previsto del bien concedido y tiene la capacidad para hacerlo así.

La necesidad de autorización administrativa para la transmisión de concesiones demaniales se prevé también en las regulaciones específicas y aplicables a determinados bienes de dominio público<sup>62</sup>. Debido a que tanto *Wideknox Company* como *Yanaris S.A* tienen un objeto social vinculado a las energías renovables, será lógico que centremos de ahora en adelante el presente estudio en las autorizaciones relativas al sector energético. Actualmente, el destino de las energías renovables es la producción de

---

<sup>59</sup> I. RIPLEY, D.: *La utilización privativa de los bienes de dominio público: las concesiones demaniales en la nueva ley de patrimonio de las administraciones públicas*, <http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1233/documento/trib02.pdf?id=2027> (última consulta 12 de junio de 2018).

<sup>60</sup> No implican la realización de prestaciones a las administraciones, sino la ocupación o explotación de un bien de dominio público.

<sup>61</sup> La normativa que regula el patrimonio de las Administraciones públicas es la Ley 33/2003, de 3 de noviembre, *del Patrimonio de las Administraciones Públicas*. BOE núm. 264, de 04/11/2003; en adelante LPAP.

<sup>62</sup> MAGIDE HERRERO, M.: “Consideraciones jurídico-administrativas en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas”, *op. cit.*, p. 1107.

energía eléctrica, por ello cabe traer a colación la Ley 24/2013, de 26 de diciembre, *del Sector Eléctrico*<sup>63</sup>.

De lo expuesto por el art. 53.5 LSE cabe deducir que para la transmisión de autorizaciones administrativas de instalaciones de transporte y producción es necesario contar con la autorización de la administración competente pertinente. Un tema controvertido es quien será el órgano competente para el otorgamiento de las autorizaciones administrativas oportunas. Pues bien, cuando el transporte de energía eléctrica discorra íntegramente en el ámbito territorial de una Comunidad Autónoma, intervienen las competencias autonómicas. En cambio, la competencia para autorizar la transmisión de las instalaciones de producción y transporte que excedan del ámbito territorial de la Comunidad Autónoma, corresponde a la Dirección General de Política Energética y Minas<sup>64</sup>.

Centrándonos concretamente en el ámbito de la energía eólica y más específicamente en Galicia, el art. 36 de la Ley 8/2009, de 22 de diciembre, *por la que se regula el aprovechamiento eólico en Galicia y se crean el canon eólico y el fondo de compensación ambiental*<sup>65</sup> señala que la transmisión de un parque eólico en explotación<sup>66</sup> requiere autorización previa de la consjería competente en materia de energía. La solicitud de autorización administrativa de transmisión habrá de dirigirse a la dirección general competente en materia de energía por quien pretenda adquirir la titularidad. La resolución será notificada a la persona solicitante y a la transmitente, a partir de la notificación, la persona solicitante, en este caso entendemos que sería *Yanaris S.A.*, contará con un plazo de seis meses para adquirir la titularidad, produciéndose la caducidad de la autorización si, transcurrido dicho plazo, la adquisición no se hiciese efectiva.

Tras haber examinado este galimatías de normativa administrativa parece posible llegar a las siguientes conclusiones: en el hipotético caso de que la fusión propuesta por *Yanaris S.A.* fuese aceptada, las consecuencias serían dispares. En primer lugar, en relación con los contratos celebrados entre la sociedad absorbida y la administración, la regla será la continuidad de los contratos entre la administración y la entidad absorbente, que quedará subrogada en todos los derechos y obligaciones dimanantes de los mismos. En este caso, la continuidad del contrato estará supeditada a que la sociedad absorbente o resultante de la fusión reúna las condiciones de solvencia necesarias. La regla general en este supuesto es que no es necesario un control previo por parte de la Administración pública, es más ni si quiera se prevé la exigencia de que se comunique la sucesión del contratista. Cuestión diferente es que en la práctica la tónica habitual haya sido comunicar las modificaciones estructurales que han resultado en una sucesión del contratista, habida cuenta de que la Administración pública verifique la solvencia de la sociedad a la que se le atribuye el contrato<sup>67</sup>.

---

<sup>63</sup> BOE núm. 310, de 27/12/2013; en adelante LSE.

<sup>64</sup> FRANCO ESCOBAR, S. E.: *La autorización administrativa en los servicios de interés económico general, intervención administrativa en los mercados de las comunicaciones, la energía y los transportes*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2017, pp. 82-83.

<sup>65</sup> DOG núm. 252, de 29/12/2009.

<sup>66</sup> Entendiendo el parque eólico como uno de los medios a través del cual ambas empresas llevan a cabo su actividad de producción y transporte de energía eólica.

<sup>67</sup> DÍAZ YEREGUI, R.: *El cambio de control en los contratos del sector público* (LA LEY 11969/2017) (última consulta 12 de junio de 2018).

En segundo lugar, las concesiones o autorizaciones administrativas y licencias podrán ser transmitidas mediante la fusión, pero por el plazo de duración de la concesión y a personas que cuenten con la previa conformidad de la autoridad competente para otorgar la concesión. En esta coyuntura, es decir, en el caso de concesiones administrativas y licencias para desarrollar la actividad de producción y transporte de energía eólica, será necesario que la sociedad absorbente obtenga una autorización administrativa previa y reúna las siguientes características para poder disfrutar de las autorizaciones de la entidad absorbida:

- i. Tener condiciones técnicas y de seguridad de las instalaciones y del equipo asociado.
- ii. Adecuado cumplimiento de las condiciones de protección del medio ambiente.
- iii. Contar con las características estipuladas para el emplazamiento de la instalación.
- iv. Poseer capacidad legal, técnica y económico-financiera para la realización del proyecto.

### **3. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN**

El fenómeno de las adquisiciones de empresas, aun siendo tan antiguo como la existencia de las propias sociedades mercantiles, ha experimentado últimamente un notable crecimiento, que se ha explicado en base al desarrollo de la economía española a finales del S. XX, el alza de los mercados de capitales, la liberación de las economías y el desarrollo tecnológico. Si bien estos motivos tienen como carácter general que son de aplicación a los mercados de los países industrializados, en Europa existen razones específicas que han determinado el desarrollo de las adquisiciones y que podríamos resumir en las siguientes: la regularización financiera, la internacionalización de los mercados y el proceso de privatizaciones. Ante esta situación, muchas han sido las técnicas utilizadas para llevar a buen fin estas operaciones. En este sentido, las Ofertas Públicas de Adquisición (en adelante OPAs) han sido protagonistas de la coyuntura reciente de los mercados de renta variable, trayendo consigo jornadas de gran volatilidad en los mercados y de fuerte agitación<sup>68</sup>.

Las OPAs suponen un modo de adquisición de valores, en este caso, acciones de sociedades cotizadas, por lo que en consecuencia se trata de una operación propia de mercados secundarios. Realmente, una OPA es simplemente una oferta pública de compra de acciones de una sociedad cotizada (sociedad afectada) sujeta a un proceso administrativo. Se diferencia de una compra común de acciones por su publicidad y sujeción a Derecho Administrativo. En efecto, una vez que la oferta de compra de acciones supera los umbrales mínimos que establece el legislador, los poderes públicos intervienen en el proceso de oferta, exigiendo la publicidad del mismo e imponiendo ciertos requisitos.

Tradicionalmente la regulación de las OPAs ha sido una gran preocupación en el Derecho societario, ya que el interés del legislador se dirige a la protección del accionista minoritario y a garantizar la no interferencia de los administradores y directores durante todo el proceso. La razón de estos procedimientos es asegurar que durante todo el proceso de adquisición del control de una sociedad (sociedad afectada) por parte de otra empresa (sociedad oferente), el resto de accionistas pueda decidir sobre qué hacer con sus acciones sin que ello lleve consigo un menoscabo económico. Así, pues, la sociedad oferente está obligada a realizar una oferta pública de adquisición del

---

<sup>68</sup> BONELL, R.: *Manual de OPAS*, Difusión jurídica, Madrid, 2010, pp. 13-16.



resto de los valores de la sociedad afectada. Dicho de otra forma, el régimen de las OPAs persigue tutelar los derechos del resto de accionistas de modo que estos tengan la oportunidad, si así lo quieren, de desprenderse de sus acciones y se garantice la aplicación de las mismas condiciones de la oferta a todos los accionistas.

Se trata de un proceso de naturaleza híbrida, esto es, sujeto al Derecho societario y al mismo tiempo al Derecho del Mercado de Valores. Su naturaleza societaria reside en la protección de los derechos de los accionistas. Los equilibrios de voto entre los accionistas o los derechos de los accionistas minoritarios son materias ajenas al Derecho del Mercado de Valores. Con todo, al tratarse de sociedades cotizadas, cuyas acciones están admitidas en una Bolsa de Valores (en este caso, New York Stock Exchange; en adelante NYSE) están sujetas al régimen de supervisión de la CNMV, el Derecho del Mercado de Valores no permanece en un segundo lugar, sino que su protagonismo es fundamental a la hora de organizar el procedimiento de la OPA.

La principal preocupación para el Derecho del Mercado de Valores es el mantenimiento de la transparencia y en especial, el funcionamiento correcto de los procesos de formación de precios. No es de extrañar que ante un proceso como una OPA, cuyo impacto en el precio de las acciones es significativo, el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, *por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores*<sup>69</sup> reaccione aplicando a estas operaciones un régimen jurídico especial. No solo se regula la obligación de publicar un folleto explicativo de la oferta, sino que la CNMV se configura como la autoridad competente para la supervisión de estos procedimientos<sup>70</sup>.

Una vez ilustrado cual es el entorno en el que se encuentran las ofertas públicas de adquisición, dedicaremos el presente epígrafe a dirimir si la sociedad oferente (*Yanaris S.A*) tiene el deber de presentar un OPA obligatoria, para ello nos centraremos en el estudio de su régimen jurídico, con especial atención a los supuestos en los que existe la obligación de formular una OPA.

### **3.1. Aspectos básicos de las OPAs**

El principal objetivo que persigue una OPA es hacerse con el control de una sociedad cotizada. Puede conseguirse de dos formas, en primer lugar por la vía amistosa, es decir, mediante un proceso negociador y en segundo lugar de forma hostil. Cabe destacar que los procesos de negociación para la adquisición de sociedades mercantiles, son los más numerosos y los que ofrecen mayores garantías de éxito.

Habitualmente, la intención del oferente es alcanzar un número suficiente de votos que le permita designar a los administradores de la sociedad, para así, poder disponer de los recursos de esta. En este sentido la OPA no siempre es la vía más idónea para obtener el control de una empresa, y no solo por el complejo mecanismo de su formulación y el alto riesgo que conlleva, sino, además, porque su excesiva generalización puede producir un peligroso incremento de la actividad financiera en detrimento del sector productivo, debido a que las OPAs se encuentran alimentadas, en muchas ocasiones, por el préstamo.

---

<sup>69</sup> BOE núm. 255, de 24/10/2015; en adelante LMV.

<sup>70</sup> BARRACHINA, E.: *Derecho del Mercado de Valores*, Difusión jurídica, Madrid, 2011, pp. 249-251.

### 3.1.1. Concepto y clases

La CNMV define la OPA 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 efectivo o mixto (dinero y acciones)”<sup>71</sup>. RECALDE CASTELLS<sup>72</sup> afirma que una OPA “es la propuesta de contrato que se dirige a los accionistas de una sociedad anónima cuyo objeto es adquirir todas o una parte de sus acciones u otros valores con derecho de voto”. Por otra parte, desde el punto de vista de la *corporate law* americana una *tender offer* es una oferta pública dirigida a los accionistas de una corporación objetivo en la que el posible adquirente ofrece comprar acciones a un precio específico y en términos específicos<sup>73</sup>.

Para que resulte atractiva a los accionistas, la oferta suele presentarse con una prima que incrementa el precio de cotización de las acciones. La satisfacción de la prima se explica en la confianza del oferente de que podrá mejorar la gestión de la sociedad y obtener futuros rendimientos. Los beneficios que se esperan pueden venir de las sinergias que se presume que generará la inclusión de la sociedad en la empresa del adquirente, pero también puede ser consecuencia de la posibilidad de designar puestos en el órgano de dirección de la sociedad adquirida o, en general, de utilizar los recursos de la sociedad en provecho propio.

En relación con las clases de OPA, se pueden utilizar distintos criterios para clasificarlas. En primer lugar, conviene distinguir el régimen de las ofertas en función de si se dirigen a adquirir acciones cotizadas o sus destinatarios son accionistas de cualquier sociedad anónima. El Derecho español de OPAs, como los demás ordenamientos europeos, únicamente se ocupa de las primeras. Esta limitación relaciona ya el régimen de las OPAs con la ordenación general de los mercados de valores.

También pueden diferenciarse las OPAs en función de la contraprestación que se satisface a cambio de las acciones. A partir de ello cabe distinguir las OPAs en las que el precio consiste en dinero, de aquellas en las que el objeto de la oferta son valores que el oferente se compromete a emitir, o en dinero y valores.

Como cualquier negocio jurídico, la OPA puede ser el resultado de un acuerdo voluntario entre el oferente y los destinatarios de la oferta, en el que todos sus elementos se fijan libremente. Pero a veces la OPA se presenta para cumplir un deber impuesto por la Ley. En la actualidad la obligación se vincula preferentemente a un cambio en el control de la sociedad, pero también es condición para excluir de la cotización o para reducir el capital mediante la adquisición de las acciones entre los accionistas.

---

<sup>71</sup> Definición extraída de la página web de la CNMV; <https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas.aspx> (última consulta, 13 de junio de 2018).

<sup>72</sup> RECALDE CASTELLS, A.: “Régimen jurídico de las OPAS: concepto, función económica y principios de la ordenación”, en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 27-29.

<sup>73</sup> “A tender offer is a public offer to shareholders of the target corporation in which the prospective acquirer offers to purchase target company shares at a specified price and upon specified terms” (la traducción es mía).

M. BAINBRIGDE, S.: *Corporate Law*, 2<sup>nd</sup> Edition, *op. cit.*, p. 358.

Uno de los criterios de diferenciación más relevantes es el que distingue las OPAs amistosas y hostiles. La hostilidad hace referencia a la aceptación o a la oposición a la oferta de los administradores de la sociedad afectada. Estos son quienes mejor la conocen y, con ello, pueden valorar, con información amplia y precisa, si la oferta es correcta. Son, además, quienes se encuentran en mejor posición para facilitar el éxito de la oferta o, en su caso, para tomar medidas que pudieran entorpecerla y hacerla fracasar.

### 3.1.2. Funciones de las OPAs

La OPA da inicio a un proceso cuyo objeto es adquirir un número importante de acciones. La oferta hace subir el valor de las acciones y da liquidez al mercado. Con ello beneficia a los accionistas que pueden vender sus títulos a mejor precio. La OPA posee, por tanto, una vertiente económico-financiera, que es consecuencia de su incidencia sobre los mercados de valores, de la que la ordenación legal no puede desentenderse. Más allá de esta visión, existen otras perspectivas. Como se dijo, la OPA habitualmente es una operación que se vincula con cambios en el control de grandes sociedades y de sus recursos. Un eficiente mercado de control de empresas cumple la función de asignar los recursos empresariales a aquellos que puedan extraer mayores rendimientos.

La OPA también cumple una importante función desde la perspectiva de gobierno de las grandes sociedades. Además, contribuyen a recuperar el papel de los pequeños accionistas como propietarios de las grandes sociedades, que deciden sobre la gestión de su inversión. En efecto, aceptando la oferta y vendiendo sus acciones, los inversores abandonan la actitud de pasividad en la vida de la sociedad y toman decisiones que representan una valoración de la gestión desempeñada por quienes dirigían la empresa en la que invirtieron.

En esta misma línea, afirma SÁNCHEZ CALERO que, “en las OPAs se producía una lucha entre los administradores por el poder, juzgada por los accionistas, que (...) recobraban, al menos en parte, su antiguo poder, en cuanto con su decisión (...) podían transformarse en verdaderos jueces sobre si la sociedad había de conservar la actual administración o podía darse paso a una nueva gestión impuesta por la sociedad que hubiera lanzado la oferta<sup>74</sup>.”

Suele afirmarse que las OPAs hostiles son las más que contribuyen a una mejora del gobierno societario, al provocar la sustitución de administradores ineficientes. Pero esa función disciplinar la cumple el mero temor a que una sociedad que crea que los recursos de la empresa objetivo no están correctamente explotados pudiera presentar una OPA. El riesgo presiona a los administradores a desarrollar una gestión encaminada a defender tanto los intereses de los accionistas como los de la propia sociedad. De ahí que no exista mejor medida de defensa frente a la OPA que una buena gestión de la sociedad<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> SÁNCHEZ CALERO, F.: *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*, Civitas – Thomson Reuters, Navarra, 2009, p. 40.

<sup>75</sup> RECALDE CASTELLS, A.: “Régimen jurídico de las OPAs: concepto, función económica y principios de la ordenación”, *op. cit.*, pp. 30-31.

### 3.2. OPA obligatoria

La Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 *relativa a las ofertas públicas de adquisición*<sup>76</sup> introdujo modificaciones necesarias en relación con la obligatoriedad de la oferta. Al trasponer esta directiva se ha introducido en nuestro ordenamiento la oferta obligatoria por la adquisición del control en las sociedades cotizadas. Este sistema tiene como presupuesto de su obligatoriedad la adquisición del control *de facto*, a diferencia del régimen impuesto por nuestro ordenamiento jurídico con anterioridad, que basaba la obligatoriedad de la OPA en la adquisición del control de una participación significativa, de forma que una diferencia entre un sistema y otro radica en que el anterior pretendía un control *a posteriori* de la formulación de la oferta, mientras que en el sistema vigente de la oferta obligatoria se parte de un control de hecho *a priori*<sup>77</sup>.

No obstante, este sistema que ha seguido nuestro ordenamiento basándose en la Directiva comunitaria, ya se había extendido en buena parte de los Estados europeos siguiendo el ejemplo de Reino Unido. Esta orientación de estructurar el régimen de las ofertas públicas obligatorias sobre la base del control *a priori* se vio alentada por la idea, acogida por la directiva, de que su fundamento se encontraba en el principio de igual de trato<sup>78</sup> respecto a todos los titulares de valores de la sociedad afectada, con la finalidad de proteger a los pequeños accionistas, al tiempo que se procura una mejor ordenación del mercado de valores.

El fundamento de la oferta obligatoria parece encontrarse en la necesidad de proteger a los accionistas ante el cambio de control de la sociedad. En este sentido, la Directiva comunitaria señala que “los Estados miembros deben tomar las medidas oportunas para proteger a los titulares de valores y, en especial, a los que posean participaciones minoritarias, en caso de cambio de control de la sociedad”. Además, la directiva, también hace referencia a que dicha protección debe hacerse “mediante la imposición a todo comprador que haya adquirido el control de una sociedad de la obligación de presentar una oferta que proponga a todos los titulares de valores adquirir la totalidad de sus títulos a un precio equitativo<sup>79</sup> que sea objeto de definición común”<sup>80</sup>.

Por tanto, la idea de imponer al adquirente del control de la sociedad la obligación de formular una OPA tiene como cimiento esa obligación de protección de los accionistas, especialmente de los minoritarios, con la finalidad del reparto entre todos los socios de la llamada “prima de control”<sup>81</sup>, basada esa distribución en el principio de igualdad de

---

<sup>76</sup> Diario Oficial de la Unión Europea (DOUE) núm. 142, de 30 de abril de 2004, pp. 12- 23.

<sup>77</sup> SÁNCHEZ CALERO, F.: *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, *op. cit.*, p. 120.

<sup>78</sup> Se trata de un principio que aparece recogido varias veces en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, *sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores* (BOE núm. 180, de 28/07/2007); en adelante RDOPAS) y que implica asegurar un trato igual a los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias.

<sup>79</sup> “El precio equitativo será el máximo pagado durante un periodo que va desde 6 o 12 meses antes de la operación hasta el cierre del plazo de aceptación”. APARICIO ROQUEIRO, L. C.: *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*. Recuperado de: [https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007\\_20.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_20.pdf) (última consulta 14 de junio de 2018)

<sup>80</sup> Directiva 2004/25/CE.

<sup>81</sup> “Se considera como la valoración de la posición de dominio que alcanza el titular de un grupo de acciones o valores con derecho a voto, respecto a los demás accionistas o titulares de valores de la sociedad afectada” SÁNCHEZ CALERO, F.: *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, *op. cit.*, p. 124.

trato entre todos los accionistas. La Directiva en el primero de sus principios generales proclama que todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deberán recibir un trato equivalente.

### 3.2.1. Presupuesto de la adquisición del control

El art. 5 de la Directiva impone la obligación de formular una OPA a la persona que, sola o en concierto, alcance una participación de valores de una sociedad cotizada que le confieran, directa o indirectamente, un determinado porcentaje de derechos de voto en dicha sociedad y le brinden así el control de la misma. No obstante, la Directiva dejó a los Estados miembros la fijación del porcentaje de los derechos de voto que considerasen que otorgaba una posición de control<sup>82</sup>.

El art. 131 LMV y el art. 4 RDOPAS efectúan la concreción del porcentaje que corresponde a nuestro ordenamiento jurídico. En este sentido, nuestro legislador no se limitó a fijar un determinado porcentaje, sino que fue más allá. Además de establecer que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta el control de una sociedad cuando alcance, directa o indirectamente, un porcentaje de votos igual o superior al 30%<sup>83</sup>, estableció que la obligación de formular una OPA surge también porque se entiende que se obtiene el control cuando se haya alcanzado una participación inferior y se pueda designar a un número de consejeros que representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad. Por otro lado, el art. 128 LMV declara que:

“Quedarán obligados a formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo quien alcance el control de una sociedad cotizada, ya lo consiga:

- a) Mediante la adquisición de acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad;
- b) Mediante pactos parasociales con otros titulares de valores; o
- c) Como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan.”

La norma recién transcrita de la LMV afronta, en primer lugar, la obligación de formular una OPA por el total de las acciones de la sociedad afectada, y, en segundo término, indica tres caminos por los que se puede adquirir el control de la sociedad cotizada. Este aspecto relativo a la adquisición del control, es el presupuesto para que surja la obligación de formular una OPA cuya nota esencial ha de ser el propósito de la adquisición de la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición.

El artículo 128 al referirse a los tres caminos o vías para la consecución del control, refleja que las dos primeras, tienden de manera efectiva a la obtención de tal control, al decir que puede obtenerse, tanto mediante la adquisición de acciones u otros valores que

---

<sup>82</sup> SÁNCHEZ CALERO, F.: *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, op. cit., pp. 127-129.

<sup>83</sup> Este porcentaje de derechos de voto de la sociedad afectada se ha inspirado en la regla 9.1 del *City Code*, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018> (última consulta 14 de junio de 2018).

confieran, directa o indirectamente, el derecho a la suscripción o adquisición de acciones con derechos de voto en dicha sociedad, como por medio de pactos parasociales con otros titulares de valores. Sin embargo, la cuestión no resulta tan clara en el tercer caso, cuando se nos dice que el control puede alcanzarse como consecuencia de los demás supuestos de naturaleza análoga que reglamentariamente se establezcan.

En otro orden de ideas, el porcentaje del 30% confiere el control en las sociedades cotizadas cuyo accionariado está relativamente disperso o muy disperso. Pero, en ocasiones, el porcentaje del 30% puede ser insuficiente en aquellas sociedades cotizadas relativamente cerradas, como acontece en nuestro país, donde un número muy elevado de sociedades tienen un accionista que supera el 50% del capital social<sup>84</sup>. Esto quiere decir que la mayoría de sociedades cotizadas españolas estarían obligadas a formular una oferta por la totalidad de las acciones. Lo que sin embargo no sucede, ya que la aplicación de la obligación de formular una OPA por poseer una participación igual o superior al 30% de los derechos de voto no es aplicable a las sociedades que en la fecha en que entró el nuevo régimen se encontraban en esa situación<sup>85</sup>.

### **3.2.2. Los derechos de voto como objeto del cómputo del control y de la OPA**

El artículo 128 LMV declara la obligación de efectuar una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores que directa o indirectamente puedan dar derecho a su suscripción o adquisición y dirigida a todos sus titulares a un precio equitativo a quien alcance el control de una sociedad cotizada, y a continuación enuncia varias vías o caminos para la consecución de tal propósito. Pues bien, esta enunciación parece indicar que el objeto de tal obligación de formular una OPA son las acciones de la sociedad afectada. Sin embargo, el objeto de la oferta no es tanto la adquisición de las acciones de la sociedad afectada, sino los derechos de voto en la junta general de esa sociedad en tanto en cuanto estén vinculados, de forma mediata o inmediata, a las acciones o bien a otros instrumentos financieros.

Aun cuando el art. 128 nos da a entender que el objeto del control a los efectos del régimen de las OPAs son las acciones o los valores que den derecho a adquirirlas, tal afirmación debe ser matizada, en especial si tenemos en cuenta que el art.131 concreta el control en un porcentaje de derechos de voto. Lo que encuentra su apoyo en la propia Directiva que pone énfasis en que ha de tratarse de valores con derecho de voto.

En relación con los derechos de voto<sup>86</sup> de la sociedad, a la hora de señalar los valores que disponen de tales derechos, hemos de situar en primer lugar a las acciones, y con mayor precisión, las acciones con derecho de voto. Además, también hemos de tener en cuenta aquellos valores que confieran directa o indirectamente la suscripción de acciones o de forma más amplia la adquisición de acciones con derecho de voto. En segundo lugar, existe la posibilidad de vincular el derecho de voto a otros valores distintos de las acciones. Se ha advertido una clara tendencia hacia la consideración del voto como un bien patrimonial, en este sentido se estiman válidos por nuestro ordenamiento los acuerdos de distinta naturaleza sobre la disponibilidad del derecho de voto. En tercer lugar, el art. 128 además de la referencia a las acciones con derecho de

---

<sup>84</sup> Es el caso de INDITEX, en donde Amancio Ortega parece reunir más del 50% de los derechos de voto.

<sup>85</sup> SÁNCHEZ CALERO, F.: *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, op. cit., p. 133.

<sup>86</sup> Nos referimos al derecho de voto en las juntas generales que aparece recogido en los derechos del socio de artículo 93 LSC.

voto, alude a otros valores que directa o indirectamente puedan dar lugar a su suscripción o adquisición. Tradicionalmente, se conocen como tales valores a las obligaciones convertibles y a las obligaciones canjeables en acciones con derecho a voto. Sin embargo, junto a estos valores han ido apareciendo otros instrumentos financieros que dan lugar a un derecho a adquirir, por iniciativa exclusiva del tenedor, acciones que lleven aparejados derecho de voto, como los contratos de opciones, permutas (swaps) o acuerdos de interés a plazo, siempre y cuando den derecho a adquirir, exclusivamente por iniciativa del tenedor, en virtud de un acuerdo formal, acciones ya emitidas que lleven aparejados derechos de voto de un emisor cuyas acciones estén admitidas a negociación en un mercado regulado<sup>87</sup>

Corresponde ahora despejar como se computa ese porcentaje del 30% de los derechos de voto. Para realizar esta tarea hay que tener en cuenta que el numerador de esa fracción ha de incluir los derechos de voto adquiridos por el titular de la participación, directa o indirectamente, junto a los poseídos por las entidades de su grupo y los pertenecientes a las personas que actúen en concierto con él. Por otra parte el denominador de esa fracción deberá reflejar la cantidad total de derechos de voto de la sociedad calculada según las reglas de cómputo establecidas en el art. 5 RDOPAS.

### **3.2.3. El control mediante la designación de consejeros**

La segunda modalidad de adquisición del control de una sociedad cotizada que activa el deber de formular una OPA se contiene en el art. 131 LMV donde se dispone que “se entenderá que una persona física o jurídica tiene individualmente o de forma conjunta con las personas que actúen en concierto con ella, el control de una sociedad cuando (...) haya alcanzado una participación inferior (al 30% de los derechos de voto) y designe (...) un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubieran designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad.

El art. 131 LMV ha sido desarrollado por el art. 4.1.b) RDOPAS donde se considera adquirido el control cuando esa persona o personas, “haya alcanzado, directa o indirectamente, un porcentaje de derechos de voto inferior (al 30%) y designe, en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición del porcentaje inferior, un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ha hubiera designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad”.

La particularidad de este supuesto de adquisición del control radica en que, a diferencia de la anterior, no tiene naturaleza cuantitativa sino cualitativa al expresar que la ascendencia sobre la mayoría de los miembros del órgano de administración de la sociedad es muestra indubitada de que se posee el control de las políticas societarias de la sociedad<sup>88</sup>.

En este punto FARRANDO MIGUEL, afirma que son dos los requisitos que han de cumplirse, según el art. 4.1.b) RDOPAS, para que se entienda satisfecho este indicador de adquisición del control y, consiguientemente se active el deber de formular una oferta.

---

<sup>87</sup> SÁNCHEZ CALERO, F.: *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, op. cit., pp. 134-138.

<sup>88</sup> FARRANDO MIGUEL, I.: “Los indicadores de la adquisición del control y el deber de formular una OPA obligatoria”, en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 71-74.

El primer requisito consiste en que, directa o indirectamente, se alcance cualquier cifra inferior al 30% de los derechos de voto de la sociedad, ya que si se superase la misma se activaría inmediatamente la otra modalidad prevista en el art. 4.1.a) RDOPAS. El segundo requisito impuesto por el art. 4.1.b) RDOPAS es doble ya que tiene un componente sustantivo que se conjuga con otro temporal. El primero es que se designe un número de consejeros que, unidos, en su caso, a los que ya se hubiera nombrado, representen, más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad y, el segundo, es que dicha mayoría se alcance en los 24 meses siguientes a la fecha de la adquisición de los derechos de voto.

### **3.2.4. El control derivado de pactos parasociales**

Junto a la OPA obligatoria como consecuencia de la adquisición de un porcentaje de votos igual o superior al 30%, o inferior pero que venga acompañado de la designación de más de la mitad de los consejeros en un plazo de 24 meses, encontramos el otro supuesto prototípico de la OPA. En esta situación, conocida como concierto o concertación<sup>89</sup>, no es necesario adquirir acciones, pues siendo titular previo de una participación basta con alcanzar un pacto parasocial<sup>90</sup> con otro u otros titulares de valores que conjuntamente superen el 30% del capital con derecho de voto destinado a establecer una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad objetivo.

En materia de OPAs la noción de concierto constituye uno de los conceptos más difusos, de más complicada aprehensión y con mayor relevancia práctica. La diferencia entre hallarse o no en concierto puede traducirse en la obligación de formular una OPA y a un precio tasado por la totalidad del capital de la sociedad afectada. Además, el concierto provoca que el accionista no se vea exclusivamente afectado por sus vicisitudes personales, sino que debe considerar y tomar en cuenta la situación de aquellos otros con los que puede haber realizado un pacto parasocial.

El art. 128 LMV contempla esta situación como uno de los supuestos de OPA obligatoria, ello equivale a atribuir a una situación de naturaleza exclusivamente contractual una notable relevancia en materia de OPAs, pues se equipara un acuerdo contractual, como es un pacto parasocial, a supuestos de tenencia o adquisición directa de acciones con derecho de voto. En otras palabras, se tratan bajo el mismo parámetro tanto un supuesto de control fuerte y duradero, como es el obtenido a trabes de acciones en propiedad, como los casos de control a través del oportuno pacto contractual<sup>91</sup>.

En este supuesto hay que tener en cuenta el sistema de atribución de derechos de voto. De esta manera y con arreglo a lo dispuesto del art. 5.1 RDOPAS, los derechos de voto pertenecientes a cualquiera de las partes concertadas se atribuyen recíprocamente a los restantes integrantes del acuerdo. Ello conlleva que si el accionista A, titular de un 25% del capital de la sociedad C, está concertado con el accionista B, titular del 20% de C, a

---

<sup>89</sup> “Se entenderá que existe concierto cuando dos o más personas colaboren en virtud de un acuerdo, ya sea expreso, tácito, verbal o escrito, con el fin de obtener el control de la compañía afectada (art. 5.1. b RDOPAS).

<sup>90</sup> “Se entienden por pactos parasociales aquellos pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedad anónimas cotizadas” (art. 530 LSC).

<sup>91</sup> PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J. y REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J.: “Ofertas públicas de adquisición de valores (I)”, en AA VV, *Manual de fusiones y adquisiciones* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 502-505.



cada uno de ellos se les atribuye indistintamente una participación del 45% en C. Pero, el art. 3.3 RDOPAS establece una regla para determinar quien está obligado a formular la OPA en los casos de pacto parasocial. En tal supuesto, la oferta deberá formularla quien tenga, directa o indirectamente, el mayor porcentaje de derechos y, si los de dos o más accionistas coincidieran, todos ellos estarán obligados a formular la oferta conjuntamente.

Esta previsión, aunque clara, puede resultar potencialmente arbitraria en su ejecución. Quizás hubiese sido más justo establecer que la obligación de formular OPA es conjunta en todo caso, con independencia de las participaciones de unos y otros. Con la formulación actual, la regla puede emplearse como un mecanismo de presión o chantaje en el marco de acuerdo de concertación, dado que la adquisición de acciones por encima del umbral de OPA por un minoritario de ese acuerdo podría activar la obligación de formular OPA. Por ello, podría resultar recomendable que en los pactos de concertación se alterase en las relaciones interpartes la regla legal, previéndose que la obligación de formular OPA sea conjunta en cualquier caso o que se prevean mecanismos de compensación entre las partes del concierto.

Por último, debemos señalar que no todos los pactos parasociales a los que se refiere el art. 530 LSC deben considerarse conciertos en clave de OPAs. Es preciso que el pacto, además de ser uno de los señalados en el art. 530 LSC, tenga como propósito establecer una política común en lo que se refiere a la gestión de la sociedad, o influir de manera relevante en la misma<sup>92</sup>.

### **3.3. El papel de los administradores**

Sin perder de vista la actuación de los administradores en el supuesto de hecho planteado, dedicaremos este subepígrafe al estudio de los deberes de actuación del consejo de administración de la sociedad afectada por la OPA.

En el hipotético caso de que *Yanaris S.A* presente una OPA, el órgano de administración de *Wideknox Company* tendrá la obligación de “redactar un informe detallado y motivado” sobre la oferta, en el que debe manifestar su opinión al respecto, es decir, a favor o en contra y manifestar 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. Esta norma refleja la preocupación por garantizar la transparencia informativa que preside todo el mercado de valores. En este sentido, no es suficiente la información contenida en el folleto<sup>93</sup>, es necesario que adicionalmente se conozca la opinión del consejo de administración.

La elaboración del informe no es una mera facultad del órgano de administración, sino una autentica obligación aplicable a cualquier modalidad de OPA y a pesar de que la obligación de redacción compete, ante todo, al órgano de administración, nada impide que este recabe el asesoramiento de terceros independientes. De hecho, en otros ordenamientos, con el fin de garantizar la neutralidad del informe, se prescribe que los administradores deberán contar con el asesoramiento independiente de un banco de inversiones y de otros asesores financieros. Ahora bien, el hecho de que el órgano de

---

<sup>92</sup> PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J. y REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J.: “Ofertas públicas de adquisición de valores (I)”, *op. cit.*, pp. 507-513

<sup>93</sup> El folleto deberá contener cualquier información que el oferente considere oportuno incluir con el fin de que sus destinatarios puedan formarse un juicio fundado sobre la oferta (art. 18.2 RDOPAS).

administración se haga asesorar en la elaboración del informe no le exime de la obligación legal de expresar su propia opinión sobre la OPA, ni permite a sus miembros excluir la responsabilidad que pudiera derivarse de las manifestaciones contenidas en su informe<sup>94</sup>.

Además del deber de redactar y hacer público un documento que recoja el dictamen motivado sobre la oferta, el órgano de administración, según la Directiva comunitaria, estará obligado a obtener la autorización previa de la junta general de accionistas antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas<sup>95</sup>. Esto es lo que se conoce como deber de pasividad o neutralidad, términos que se utilizan de manera intercambiable, sin embargo, desde la aprobación de la Directiva se tienden a utilizar la expresión *board neutrality rule* e implica que los administradores deben permitir que sean los accionistas quienes tomen las decisiones oportunas en relación con la oferta u ofertas que presenten, es decir, se hace hincapié en el principio de libre decisión de los accionistas.

En definitiva, lo que el deber de neutralidad exige es que los administradores respeten la libertad de decisión de los accionistas, y por ello, incluso ante una oferta que a los ojos de los de los administradores sea negativa para el interés social los administradores han de permitir que los accionistas valoren dicha oferta, y, en su caso, que se pronuncien en la junta general sobre las medidas a adoptar en relación a esa oferta. Por ello, el deber de neutralidad constituye una respuesta a una situación compleja, en la que pueden existir intereses contrapuestos de los administradores, los accionistas, la sociedad, y el oferente u oferentes<sup>96</sup>.

### 3.4. Conclusiones

Una vez analizadas las cuestiones relativas al régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición, estamos en disposición de señalar cuáles son los resultados de este epígrafe. Así pues, en un primer momento parece que la empresa española *Yanaris S.A* tendrá la obligación de presentar una OPA obligatoria, sin embargo, para dar respuesta a esta cuestión es necesario profundizar aun más en las características de la hipotética oferta. En el supuesto en el que nos encontramos, podemos observar como el capital de *Wideknox Company* se encuentra distribuido en una gran cantidad de acciones. Este hecho hace posible que existan un buen número de accionistas, lo cual es una condición que propicia el desarrollo de una OPA. Por el contrario, si la S.A estadounidense se encontrase bajo el control de grupos familiares o de uno o varios socios que formen un grupo cerrado no habría casi ningún riesgo de OPA y mucho menos de OPAs hostiles.

En primer lugar, podemos afirmar que *Yanaris S.A* tendrá la obligación de formular una oferta pública de adquisición por la totalidad de las acciones u otros valores de *Wideknox Company* cuando la empresa española alcance el control de la sociedad estadounidense. El método a través del cual *Yanaris S.A* ha alcanzado el control o está a punto de hacerlo es mediante la adquisición de acciones. El problema que se plantea

---

<sup>94</sup> DE DIOS MARTÍNEZ, L. M. y RECALDE CASTELLS, A.: “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 425-429.

<sup>95</sup> Artículo 9.2 Directiva 2004/25/CE.

<sup>96</sup> MARÍA GARRIDO, J.: “El deber de neutralidad, en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 495-498.

ahora es si estas acciones que ha adquirido la S.A española son con derecho a voto, ya que se considera que existe control cuando el porcentaje de votos supere el umbral determinado por el legislador. Como ya hemos señalado, no es suficiente con la compra del 30% de las acciones, sino que estas, tienen que ser acciones con derecho de voto. En este sentido, la obligación de presentar la oferta se vincula a un cambio en el control de la sociedad y el objeto de la oferta no es tanto la adquisición de acciones de la sociedad afectada, sino los derechos de voto en la junta general.

Por tanto es posible concluir que si el 30% que ha adquirido *Yanaris S.A* representa un porcentaje de derechos de voto igual o superior a esta cantidad sí que tendrá la obligación de presentar una OPA. Por el contrario, si entendemos que la empresa española no ha adquirido el control de *Wideknox Company*, porque entre ese 30% que posee de la S.A estadounidense no reúne los derechos de voto necesarios, no existirá obligación alguna de formular una OPA.

Sin embargo, parece lógico entender que todas las acciones son de la misma clase, es decir, que todas ellas tienen el mismo contenido de derechos y entre ellos se encuentra el de asistir y votar en las juntas generales, por tanto, dando por cumplida esta conjetura entiendo que si existe la obligación de presentar OPA. En este caso, el resultado de la operación implicará una ampliación del control por parte de la sociedad oferente, y además de un control de hecho, la sociedad estadounidense obtiene un control de derecho que no genera la obligación de generar una nueva OPA. Control que dependerá de la aceptación más o menos amplia de la oferta.

En caso de incumplimiento de la obligación de formular oferta pública de adquisición, *Yanaris S.A* no podrá ejercer los derechos políticos derivados de ninguno de los valores de la sociedad cotizada cuyo ejercicio le corresponda, además podrá incurrir en responsabilidades administrativas sancionables con arreglo a los arts. 271 y ss. LMV. Tal y como expone el art. 132 LMV incumple la obligación de formular una oferta pública de adquisición quien no la presente, la presente fuera del plazo máximo establecido o con irregularidades esenciales

Asimismo, cabe añadir que en caso de que se presente la oferta, los administradores no tendrían motivos para temerla si han realizado una buena gestión de la sociedad. Parece correcto afirmar que la mejor medida anti-OPA o la mejor defensa es un adecuado cumplimiento de los deberes del consejo de administración.

#### **4. MEDIOS DE DEFENSA PARA LA PROTECCIÓN DE LA OPA HOSTIL**

A modo de contextualización, la oferta de adquisición aparece en Inglaterra en los años cincuenta, como una técnica para lograr el control de una sociedad, caracterizada por la realización de una oferta de adquisición directamente a los accionistas, y por qué a estos les corresponde rechazar o aceptar, evitándose la intermediación de los administradores de la sociedad que se pretende adquirir. A no ser que la oferta haya sido pactada previamente con los administradores nos hallamos ante una oferta hostil. La oferta hostil predomina sobre la amistosa en Estados Unidos e Inglaterra, contrariamente al resto de países occidentales. La razón de esta diferencia hay que buscarla en la importancia que en el mundo anglosajón tiene la economía liberal, que ve en la oferta

hostil el mecanismo por el que el mercado redistribuye recursos y elimina a los administradores incompetentes<sup>97</sup>.

La posibilidad de una OPA hostil advierte a los administradores de la sociedad de que pueden ser destituidos de sus puestos si la gestionan deficiente o deslealmente, porque el oferente se hará con el control y sustituirá a los administradores por otro equipo gestor. Si la gestión deficiente o desleal se refleja en la cotización bursátil, un tercero que crea que con una gestión diferente la empresa vale mucho más, tiene incentivos para realizar la oferta. Los accionistas de la sociedad objeto de la OPA hostil se benefician de estas porque la mera posibilidad de que haya una OPA disciplina a los administradores y les convence de que sean diligentes y honrados, también porque para ser convencidos de vender, el oferente habrá de ofrecerles un precio superior al de cotización.

La conclusión según ALFARO ÁGUILA-REAL parece obvia, la directriz de política legislativa debería ser la de prohibir cualquier tipo de medida que desestime la realización de ofertas hostiles. Sin embargo, las sociedades adoptan medidas defensivas y lo hacen de forma tan generalizada que los Estados han puesto en vigor normas imperativas que prohíben en determinadas circunstancias adoptar defensas anti-OPA<sup>98</sup>. En el caso de la Directiva comunitaria, su artículo 9, somete la adopción de medidas defensivas por parte de los administradores a la autorización de la junta general, con la única excepción de la búsqueda de ofertas alternativas (caballero blanco o *white knight*)<sup>99</sup>.

Pero parece que todos los ordenamientos europeos permiten a las sociedades obstaculizar la presentación de ofertas sobre su capital. Esto se debe a la admisión generalizada de que algunas OPAs hostiles pueden ser perjudiciales para los accionistas. En efecto, hay OPAs que deben calificarse como coercitivas o coactivas, lo que significa que el oferente se aprovecha de las dificultades de los accionistas para tomar una decisión racional respecto a vender o no vender para expropiarles en mayor o menor medida<sup>100</sup>.

#### **4.1. Defensas a la adquisición (*Takeover defenses*)**

Desde el punto de vista de la *Corporate Law*, una característica clave de las formas de adquisición hostiles, desde la perspectiva del adquirente, es la posibilidad de eludir al consejo de administración de la sociedad objetivo y hacer una oferta directamente a sus accionistas. Cuando la OPA hostil surgió en EE.UU en la década de 1970 supuso una

---

<sup>97</sup> MARÍA GARRIDO, J.: “Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles”, en Revista de Derecho bancario y Bursátil (SÁNCHEZ CALERO, F., Dir), Año XI, núm. 42, Abril – Junio 1991, pp. 356-357.

<sup>98</sup> Muchas de las sociedades que comienzan a cotizar en un mercado de valores en los EE.UU incluyen en sus estatutos medidas de defensa contra una toma de control hostil.

<sup>99</sup> Oferta alternativa: “caballero blanco”, consiste en que la sociedad objeto de una OPA hostil recurra a otra compañía para que la contrarreste presentando otra oferta de adquisición con mejoras sobre la primera (precio más elevado, dirigida a más accionistas). Es decir, la empresa que va a ser adquirida elige un comprador que por motivos estratégicos o económicos se considere preferible al que ha presentado la OPA hostil (caso de ACS en la OPA de Atlantia sobre Abertis). <http://www.eleconomista.es/diccionario-de-economia/caballero-blanco> (última consulta 14 de junio de 2018).

<sup>100</sup> ÁLFARO ÁGUILA REAL, J.: “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”, en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 475-477.

importante herramienta de adquisición, por este motivo los abogados y banqueros de inversión tuvieron que comenzar a desarrollar tácticas defensivas para impedir tales ofertas. De este modo los medios de defensa reafirmaron la primacía del consejo de administración, al extender sus funciones al control de las adquisiciones hostiles. A día de hoy la carrera de ofertas de adquisición avanza a un ritmo vertiginoso, así, a la vez que se desarrollan nuevas técnicas de adquisición, surgen nuevas formas de defensa. A continuación examinaremos los diferentes medios de defensa contra la OPA hostil que contempla la *Corporate Law* estadounidense, concretamente la *Delaware Corporate Law*.

#### 4.1.1. *Shark repellents*

El *shark repellent*, es un medio de defensa que consiste en la adopción de una enmienda estatutaria para persuadir a los potenciales compradores y obligarles a buscar otros objetivos. Es una modalidad preventiva consistente en la modificación de los estatutos de la sociedad y normalmente utilizada de forma anticipada para fortalecer la posición de la sociedad ante una eventual OPA. En términos generales, los *shark repellents* se dividen en dos categorías principales, por un lado existen las disposiciones relacionadas con el consejo de administración y por otro, los requisitos de votación por mayoría cualificada para ciertas operaciones o transacciones.

En relación con el consejo de administración lo ideal es crear un “consejo de administración clasificado”<sup>101</sup>. La creación de un consejo de administración clasificado, también conocido como consejo escalonado, consiste en dividir el consejo en tres clases, de las cuales solo una se elige anualmente. Por lo tanto, el oferente debe atravesar varios ciclos de reuniones anuales antes de haber elegido a la mayoría del consejo de administración<sup>102</sup>. Esta defensa será más efectiva respecto de aquellos posibles adquirentes que necesiten acceso rápido a los activos de la sociedad objetivo para poder pagar la deuda de la adquisición. Sin embargo, si el adquirente puede esperar al consejo actual, este sistema no será útil.

El consejo de administración de la sociedad afectada debe estar protegido de la posibilidad de que el adquirente elimine a los miembros del consejo sin causa. Esto puede conseguirse reservando al consejo de administración el derecho exclusivo de determinar el número de miembros del consejo y el derecho exclusivo de cubrir las vacantes. En el caso de que la ley estatal lo permita un *shark repellent* puede fortalecerse aun más al limitar o abolir el derecho de los accionistas de destituir directores sin causa.

*Delaware* permite crear un consejo de administración clasificado o escalonado, ya sea en los *articles of incorporation*<sup>103</sup> o en los estatutos<sup>104</sup>. Por el contrario, la MBCA exige que se cree un consejo de administración clasificado a través de los *articles of*

---

<sup>101</sup> “Classified Board”.

<sup>102</sup> “The offeror thus must go through two annual meeting cycles before it has elected a majority board” (la traducción es mía).

M. BAINBRIGDE, S.: *Corporate Law*, 2<sup>nd</sup> Edition, *op. ct.*, p. 377.

<sup>103</sup> Los artículos de incorporación son aquellos documentos que contienen el nombre de la entidad, el nombre y la dirección del agente registrado, la firma de la persona autorizada y el número de acciones y su valor nominal.

*Formación de una corporación en Delaware.* <https://corplaw.delaware.gov/esp/formation/> (última consulta, 14 de junio de 2018).

<sup>104</sup> DGCL § 141 (d).

*incorporation*<sup>105</sup>. En general, este sistema será más eficaz si se encuentra contenido en los *articles of incorporation*, ya que será más difícil de deshacer para un postor hostil. Los accionistas pueden tratar de cambiar los estatutos, pero se requiere el acuerdo del consejo de administración para cambiar los *articles of incorporation*.

En segundo lugar, nos encontramos con las votaciones de mayoría cualificada para ciertas transacciones u operaciones (*supermajority vote requirements*). Las disposiciones relaciones con mayorías cualificadas se enfocan en evitar fusiones de *back-end* o *freeze-out*, estas son, aquellas fusiones que se utilizan para eliminar a los accionistas minoritarios de una empresa o forzarlos a vender sus acciones de forma coercitiva. En este sentido, cabe señalar que es muy poco frecuente que un oferente hostil compre el 100% de las acciones, lo que suele hacer es realizar un oferta exitosa por una cantidad alrededor del 51% de las acciones y realizar una “fusión congelada”<sup>106</sup> para eliminar a los accionistas minoritarios restantes<sup>107</sup>. Que ocurra esto es muy frecuente, ya que generalmente una *freeze-out merger* solo requiere la aprobación de una mayoría simple de las acciones en circulación. Una mayoría con la que el postor hostil ya cuenta, debido a que previamente ha adquirido el 51% de las acciones de la sociedad afectada. Con el fin de evitar esto, la *Delaware General Corporation Law* permite incluir en los *articles of incorporation* una serie de operaciones para las cuales se requiera el voto de una porción mayor que el que normalmente se requiere por la DGCL<sup>108</sup>. En este mismo sentido, una modificación estatutaria que puede resultar muy efectiva es la limitación de los derechos de voto. Es decir, conforme a esta modificación ningún accionista podrá ejercer derechos de voto por más de un determinado porcentaje de las acciones con derecho a voto (por ejemplo, 10%) aunque su tenencia sea muy superior<sup>109</sup>.

Una variante de la *supermajority vote requirements* es el *fair price variant*. Esta versión exige a las transacciones u operaciones a las que nos referíamos antes de contar con el voto de una mayoría cualificada, cuando el precio a pagar exceda de una cantidad específica. En este medio de defensa se impide que el oferente pague en efectivo en la primera adquisición y en bonos basura a la hora de realizar la fusión congelada.

Ninguno de los tres medios de defensa que acabamos de ver sería adecuado para detener la OPA hostil planteada en el supuesto de hecho. En primer lugar, el consejo de administración clasificado sería de muy poca utilidad, ya que nada nos hace creer que *Yanaris S.A* se haya endeudado para adquirir el 30% de las acciones de *Widex Company* y como hemos afirmado este método es fructífero en aquellos casos en los que el oferente necesita rápido acceso a los activos de la sociedad afectada. Por tanto, es posible afirmar que este método no detendría la OPA hostil, únicamente retrasaría una adquisición que tarde o temprano se terminaría produciendo. Los otros dos supuestos, *supermajority vote requirements* y *fair price variant*, podrían ser eficaces en caso de que tras la adquisición de una buena parte del accionariado de la sociedad estadounidense, *Yanaris S.A* presentase una *freeze-out merger*, sin embargo, parece que esta tampoco será la estrategia utilizada por la empresa española. Por tanto, a pesar de que los medios presentados podrían entorpecer la adquisición, ninguno de ellos frenaría radicalmente la adquisición hostil de *Yanaris S.A*, ya que se tratan de medidas

---

<sup>105</sup> MBCA § 8.06.

<sup>106</sup> Freeze-out merger.

<sup>107</sup> M. BAINBRIGDE, S.: *Corporate Law 2<sup>nd</sup> Edition, op. cit.*, pp. 378-379.

<sup>108</sup> DGCL § 102 (b) (4).

<sup>109</sup> PAYET PUCCIO, J. A.: “OPAs hostiles y medidas de protección”, en *Revista Ius et Veritas*, núm. 23, 2001, pp. 112-115.

claramente preventivas encaminadas más a retrasar o dificultar la efectiva toma de control de la sociedad por el adquirente que a evitar directamente la adquisición de acciones.

#### 4.1.2. *Poison Pills*

Este medio de defensa consiste en la delegación a los administradores para emitir valores, acciones y obligaciones convertibles o no, cuya existencia sirve para disminuir o hacer más caro el paquete que logra aglutinar el asaltante hostil. Este método resulta difícil de admitir en nuestro país donde la *board neutrality rule* sustrae al consejo de administración ese poder (salvo en ejecución estricta de acuerdo de la Junta). Este sistema incluso en los lugares más permisivos, como *Delaware*, ha sido objeto de grandes discusiones. La defensa de las *poison pills*, también conocidas como *shareholder rights plan*, ha pasado por tres variantes que suponen una autorización en blanco al consejo de administración para emitir instrumentos circulantes que, en realidad, son una suerte de derechos de suscripción de nuevas acciones, concedidos a todos los socios. Como, en tanto no se aumente el capital no se separan de la acción y se negocian con ella, no aumentan el poder de voto, y tampoco existe riesgo de que la opción para adquirir acciones vaya a ejercitarse, porque el precio del ejercicio es tan alto entre tanto la píldora no se active que más vale comprar acciones viejas directamente. Pero cuando se plantea la adquisición hostil de un porcentaje dado (20 o 30%), el régimen de estos instrumentos varía. Pueden negociarse separadamente del primitivo valor madre que los incluía y permiten suscribir acciones nuevas a precio muy bajo (incluso a la mitad de su valor), o en otros términos muy ventajosos.

En la primera variante de *poison pill* ese derecho de suscripción se proyecta o extiende (y por eso la modalidad original se llama *flip-over*), a las acciones de la sociedad oferente. En este caso, si la OPA no va seguida de fusión, u otros sistemas equivalentes de agrupación o integración empresarial entre ambas sociedad, el oferente hostil no tiene un grave problema y ello reduce la eficacia de la *poison pill*. En la segunda variante, conocida como *flip-in*, se estableció el “repliegue” de los documentos de suscripción hacia acciones nuevas de la propia sociedad resultante de la OPA, realizables a precio ventajoso, merced a la posibilidad de suscribir un capital ampliado que tampoco puede utilizar el oferente hostil, el cual paga entonces una cantidad muy elevada por un paquete de acciones que realmente va a disfrutar sensiblemente diluido. Hay una tercera variante conocida como “dorar la píldora” que tampoco es una solución en sí misma, ya que lo que cambia en ella es la concesión al adquirente hostil del derecho suplementario de convocar una junta general, para intentar persuadir a los socios de la sociedad objetivo de que se abstengan de suscribir, aunque los administradores hayan activado la *poison pill*, emitiendo acciones nuevas muy baratas. Este poder de los administradores de crear valores que contienen la *poison pill* y activar el veneno después, hace que el oferente hostil tenga poco provecho en plantear directamente la OPA a los socios de la sociedad objetivo, porque los administradores de dicha compañía afectada pueden contestar de inmediato con alternativas más ventajosas para sus propios accionistas, de manera que, si al adquirente le interesa realmente la sociedad, tendrá que negociar con su consejo de administración<sup>110</sup>.

---

<sup>110</sup> ANÍBAL SÁNCHEZ, A.: “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, en *Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, núm. 8, 2003, pp. 355-366.

Las *poison pills* fueron creadas en 1984 por el abogado Martin Lipton. En 1985 la Corte Suprema de Delaware declaró por primera vez la validez de este tipo de medidas en el caso *Moran v. Household International*<sup>111</sup>. En este supuesto el consejo de administración de *Household International* adoptó un *shareholder rights plan* como medida preventiva contra futuros intentos de adquisición. El plan establecía que bajo dos condiciones de activación los accionistas tendrían derecho a la emisión de acciones ordinarias. Las condiciones eran, en primer lugar, una oferta pública para el 30% de las acciones y, en segundo lugar, la adquisición del 20% de las acciones por cualquier entidad o grupo. Una vez activado el plan, se autorizó a los titulares a comprar 200 dólares de acciones ordinarias por 100 dólares, lo que ocasionó una dilución masiva del valor de las acciones del agresor.

Este caso trata de un mecanismo de defensa adoptado para evitar posibles adquisiciones futuras y no adoptado como reacción a una amenaza específica. Ante esta coyuntura la Corte Suprema de *Delaware* tuvo que dirimir si la DGCL autoriza la emisión del plan. En este sentido la DGCL autoriza la emisión del plan<sup>112</sup> y la Corte Suprema afirmó que su emisión no impide que los accionistas reciban ofertas ni que la sociedad pueda ser adquirida mediante una adquisición hostil, por este motivo se entendió cumplida la BJR

Hoy en día, las *poison pills* incluyen las tres variantes que acabamos de explicar, *flip-over*, *flip-in*, y la variante conocida como “dorar la píldora”. En combinación, forman un dispositivo anti adquisición hostil altamente efectivo<sup>113</sup>. En principio, parece adecuado pensar que este sistema de defensa sería el más beneficioso para que *Wideknox Company* se proteja frente a la OPA hostil, sobre todo, la variante del *flip-in*. A través de este método los accionistas de la sociedad estadounidense podrán suscribir nuevas acciones a un precio muy reducido y conseguir así, que *Yanaris S.A* vea como se reduce notablemente su poder de actuación en la sociedad objetivo.

#### 4.1.3. Otras defensas

Además de las tácticas de defensa que acabamos de mencionar existen otras que pueden resultar igual o más efectivas que las anteriores.

En primer lugar, otro mecanismo de defensa ante un OPA hostil es la búsqueda por parte de la administración de un adquirente amistoso (caballero blanco o *white knight*) que efectúe una oferta competidora. Como parte de este mecanismo de defensa, y a fin de ganar tiempo hasta que se produzca la oferta, es posible para la sociedad objetivo de la OPA colocar un paquete de acciones en manos de una entidad con la que mantenga una relación amistosa, posiblemente con una opción de venta a un precio superior. Este tipo de práctica se denomina *stock lockup*. Otra forma de medida defensiva es la transferencia de activos esenciales de la compañía a favor de un tercero. Esta transferencia u opción puede estar sujeta a la condición suspensiva de que se produzca una adquisición hostil. Con frecuencia este tipo de medidas, denominadas *asset lockups* se produce en el contexto de una adquisición amistosa y tiene por objeto prevenir una intervención de un tercero hostil en la operación<sup>114</sup>.

---

<sup>111</sup> 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

<sup>112</sup> DGCL § 157.

<sup>113</sup> M. BAINBRIGDE, S.: *Corporate Law*, 2<sup>nd</sup> Edition, *op. cit.*, p. 383.

<sup>114</sup> M. BAINBRIGDE, S.: *Corporate Law*, 2<sup>nd</sup> Edition, *op. cit.*, pp. 385-386.



Una OPA puede ser también combatida a través del endeudamiento de la sociedad objeto de la oferta, sea con el objeto de distribuir recursos a sus accionistas o con la finalidad de adquirir otros activos. En ambos casos, la sociedad pierde uno de sus atractivos para el oferente, que es la disponibilidad de efectivo. Otra modalidad de defensa es la recompra de acciones a los accionistas de la sociedad. Un objetivo es aumentar el precio de las acciones de la sociedad por encima del precio ofrecido por el oferente inicial, en forma tal que los accionistas se vean persuadidos a aceptar la oferta.

Otra forma de oponerse a una OPA hostil es alegar la ilegalidad de esta e iniciar las correspondientes acciones ante las judiciales o administrativas. Las alegaciones que pueden utilizarse en estos procesos tendrán relación normalmente con las normas que regulan las OPAs (por ejemplo, la insuficiencia o inexactitud de la información), o la violación de las normas de Derecho de la competencia<sup>115</sup>.

## 4.2. Conclusiones

Tras haber examinado los posibles medios de defensa que podría adoptar *Wideknox Company* para frenar la OPA de *Yanaris S.A* resulta posible llegar a las siguientes conclusiones en relación a la adecuación de cada una de ellas al supuesto de hecho planteado.

El medio de defensa más adecuado y que recomendaríamos sin ningún tipo de reserva a la sociedad estadounidense es la *poison pill* en su variante de *flip-in*. Mientras que los demás métodos podrían ser útiles para retrasar una inevitable toma de control por parte de la sociedad española, el *flip-in* además de retrasar la adquisición, podría detener el activismo comprador de *Yanaris S.A* y hacer que desista de su objetivo. Cualquier modificación estatutaria, conocida como *shark repellent*, o incluso la técnica del *white knight* o *stock lockup* sería útil desde el punto de vista de entorpecer la futura adquisición y conseguir tiempo en aras de pensar un método más eficaz que la frene definitivamente.

Sin embargo, el método que mejor protegería a la sociedad es la *poison pill flip-in*. Se trata de un tipo de estrategia en la cual los accionistas existentes, pero no los accionistas adquirentes, pueden comprar acciones en la compañía objetivo con un descuento. Esta defensa va a diluir el valor de las acciones que ya ha adquirido *Yanaris S.A* al inundar el mercado con nuevas acciones, al tiempo que permite a los inversores que adquieran las nuevas acciones obtener ganancias instantáneas de la diferencia entre el precio de compra descontado y el precio de mercado. Este sistema habría que plantearlo de la siguiente forma: activando los derechos de compra de los accionistas existentes antes de una toma de poder potencial, y cuando el adquirente supere un umbral de acciones (por ejemplo el 20 o 30%).

Ante esta medida cabe imaginar que *Yanaris S.A* tratará de luchar contra esta estrategia intentando que un tribunal disuelva este programa que proporciona un descuento profundo, sin embargo, resulta difícil suponer que lo conseguiría<sup>116</sup>, ya que partimos de la base de que con esta medida nada impide que los accionistas de *Wideknox Company* reciban ofertas ni que la sociedad pueda ser adquirida mediante una adquisición hostil.

---

<sup>115</sup> PAYET PUCCIO, J. A.: “OPAs hostiles y medidas de protección”, *op. cit.*, pp. 114-115.

<sup>116</sup> Flip-In Poison Pill, <https://www.investopedia.com/terms/f/flip-in-poison-pill.asp> (última consulta 14 de junio de 2018).

## CONSIDERACIONES FINALES

El presente estudio de las fusiones de sociedades y de las ofertas públicas de adquisición se ha dirigido a intentar transmitir al lector la regulación jurídica de las mismas, tanto en España como en Estados Unidos, así como su problemática a través del supuesto de hecho planteado. Este trabajo se ha encaminado a analizar las posibles controversias a las que se ha de enfrentar una sociedad al recibir una propuesta de fusión, intentando afrontar las siguientes cuestiones: los problemas que giran en torno al cumplimiento de los deberes exigibles al consejo de administración, entre ellos el deber de lealtad o cuidado; los efectos que produciría una fusión de sociedades españolas sobre los trabajadores de las empresas fusionadas, también los efectos sobre los contratos, concesiones administrativas y licencias de las que ambas empresas disponen para desarrollar sus actividades productivas, y por último, los aspectos más relevantes de las ofertas públicas de adquisición, en concreto las ofertas obligatorias y los medios de defensa frente a una oferta hostil desde el punto de vista de la *Delaware General Corporation Law*.

I. En cuanto al cumplimiento de los deberes del consejo de administración, podemos afirmar que la decisión tomada por el consejo de administración *Wideknox Company* se ajusta estrictamente a los deberes que exigen a los administradores tanto la *Delaware General Corporation Law*, como la Corte Suprema de *Delaware*. A través de la doctrina y jurisprudencia aportada, es lógico concluir que la resolución adoptada ha seguido el procedimiento de toma de decisión que se reclama ante decisiones de tal calibre y no se puede imputar al consejo de administración de la sociedad estadounidense un eventual resultado no esperado. Ante esta situación, entendemos que los administradores se encontrarían protegidos por la *Business Judgement Rule* o regla del buen juicio empresarial, ya que estos actuaron guiados por el deber de lealtad y buena fe, sin imaginar, en ningún caso, que el hecho de rechazar la propuesta de fusión daría lugar a una futura oferta pública de adquisición hostil. Por lo tanto, cabe concluir que los administradores tuvieron una actuación diligente, buscando, no solo el mejor interés de la sociedad, sino también el mejor interés de los accionistas, los cuales, en caso de ver como su sociedad se fusionaba con *Yanaris S.A.*, se convertirían en accionistas minoritarios en situación desventajosa y verían notablemente diluido su poder de control y capacidad de toma de decisiones.

II. En relación con los efectos de la fusión sobre los trabajadores es necesario señalar que la norma general es la transmisión en bloque de sus respectivos patrimonios sociales, teniendo esto en cuenta, el resultado de una fusión de sociedades desde el punto de vista del ordenamiento jurídico español será la subrogación en los derechos y obligaciones laborales y de seguridad social de las sociedades que se extinguen. Por tanto, la empresa resultante de la fusión se convierte en titular de las relaciones laborales y el nuevo empresario tiene respecto a los trabajadores las obligaciones que tenía el anterior. Esta sucesión universal de las obligaciones alcanza, no solo a los contratos de trabajo, sino también elementos de contenido económico, salarial, extrasalarial, además de que los trabajadores afectados conservan la antigüedad y estatus que tenían en la empresa absorbida. Sin embargo, a pesar de que esta es la regla general, existen una serie de excepciones en las cuales no opera esta subrogación, es decir, encontramos situaciones en las que los contratos de trabajo no quedan absolutamente inmunes a una fusión por absorción. En sentido, aunque afirmemos que se transmiten los derechos de los trabajadores, solo se transmiten los realmente existentes, la sucesión universal no afecta a las meras expectativas. Además,

pese a que la subrogación alcanza las obligaciones de contenido económico, nada impide que tras la fusión, la sociedad absorbente realice una unificación de las estructuras salariales existentes. En definitiva, el cambio de la titularidad empresarial no solo no extingue los contratos, sino que la empresa absorbente queda subrogada de forma universal en todos los derechos y obligaciones del anterior, pero nada impide las medidas extintivas o modificativas antes o después de la fusión, por ejemplo, es totalmente lícito que el empresario de la sociedad transmitente en la fase preparatoria de la fusión extinga algunos contratos.

**III.** Por otro lado, los efectos de la fusión sobre las concesiones administrativas, licencias o contratos atesoran una gran dificultad, ya que para saber que ocurre con ellos es necesario aplicar nociones del derecho administrativo a una empresa resultante de una modificación estructural como es una fusión. En lo que atañe a los contratos del sector público de los que era titular la sociedad absorbida, la regla general, al igual que en los efectos sobre los trabajadores, es la subrogación en todos los derechos y obligaciones dimanantes del contrato, siempre y cuando la entidad absorbente reúna las condiciones de solvencia exigidas por la administración.

En relación con las concesiones administrativas, es decir, aquellos derechos de uso privativo y temporal que tiene una de las empresas sobre una porción de dominio público, la regla sigue siendo la transmisión, sin embargo, en este supuesto nos encontramos con una serie de matices. Pues, aunque la Ley del patrimonio de las administraciones públicas no prevé expresamente la necesidad de autorización para transmitir la concesión, esta es necesaria. En este sentido, la ley antes mencionada exige en algunos de sus preceptos autorización para transmitir mediante la fusión los derechos reales que se tienen sobre las obras, construcciones o instalaciones fijas. Por este motivo concluimos que en caso de producirse la fusión *Wideknox Company* cedería a la sociedad española todas aquellas construcciones empleadas con el objeto de producir y transportar energía eólica, y para ello sería preciso contar con la pertinente autorización previa de la administración competente que examinará que la sociedad resultante reúne las mismas características y condiciones que tenía la sociedad absorbida para concederle la licencia.

**IV.** Las ofertas públicas de adquisición constituyen una de las operaciones de mayor importancia entre las que se realizan en los mercados de valores, el objetivo de ellas es adquirir el control de una sociedad cotizada, mediante la invitación a la mayoría de sus accionistas a que vendan o permuten sus acciones. En ocasiones como la que ocurre en el supuesto planteado, la oferta es un acto debido, consecuencia de la previa adquisición del control societario, o también de la intención de excluir la sociedad de la cotización o de adquirir acciones para su amortización. El valor económico de este tipo de transacciones, el hecho de que su objeto sea dominar los recursos de las grandes empresas, la cantidad de personas que se ven afectadas por ellas o su incidencia sobre el correcto funcionamiento de mercados que están sometidos a una intensa supervisión pública, explican sobradamente la trascendencia de las mismas, tanto desde un punto de vista económico, como desde un punto de vista jurídico<sup>117</sup>.

---

<sup>117</sup> JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A.: “Prólogo” en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p. 24

Finalmente, en esta cuestión hemos decidido concluir que *Yanaris S.A* si que tendrá la obligación de formular una oferta obligatoria por los siguientes motivos. El hecho de que en el caso planteado se indique que la sociedad española ha adquirido un 30% de la sociedad estadounidense puede llevar a equívoco, ya que nada se nos dice sobre si esa participación supone el derecho a voto. Pues bien, como indica la Ley del mercado de valores y el Real Decreto de ofertas públicas de adquisición, el presupuesto necesario para que se active la obligación de formular oferta pública es adquirir un porcentaje del 30% de derechos de voto. Como el supuesto no especifica cual es la naturaleza de las acciones adquiridas por la sociedad española, hemos decidido considerar a tales acciones, como acciones de la misma clase, es decir, que todas ellas conceden el mismo contenido de derechos y que entre esos derechos se encontraba el de asistir y votar en junta general. En el hipotético caso de producirse la oferta, esta supondrá la ampliación de la posición de control de *Yanaris S.A* sobre *Wideknox Company*.

V. En relación con la última cuestión, cabe afirmar que las defensas de adquisición que hemos visto crean un conflicto muy serio entre el interés de los accionistas y la administración de la sociedad. Las ofertas de adquisición exitosas producen ganancias sustanciales para los accionistas de la sociedad objetivo, pero, por el contrario, en el entorno de la adquisición hostil, los administradores y consejeros saben que es más que probable, casi inevitable, que el adquirente hostil despida a muchos de ellos o a todos. En este contexto, cualquier acción defensiva por parte del consejo de administración puede estar manchada por el espectro del interés propio. A la luz de este conflicto, los administradores deben llevar a cabo una actuación muy cuidadosa para no caer en una posible actuación negligente. En este sentido, la famosa sentencia *Moran v. Household International* de la Corte Suprema de Delaware, afirmó que las medidas defensivas explicadas, sobre todo las *poison pills* no suponen una actuación negligente siempre y cuando se permita a los accionistas decidir sobre la oferta hostil.

Además para dar respuesta a la cuestión planteada, la mejor forma de detener el activismo comprador de *Yanaris S.A* será lanzar al mercado un buen número de acciones que puedan adquirir los accionistas a un precio reducido para así diluir el poder que ya ostenta la empresa española. De este modo, la adquisición se hará tan costosa y difícil para *Yanaris S.A* que casi con toda seguridad se verá obligado a abandonarla.

## **BIBLIOGRAFÍA**

AA VV.: “Deberes exigibles a los administradores”, *Guía práctica sobre deberes y régimen de responsabilidad de los administradores en el ámbito mercantil*, Uría Menéndez, 22 de abril de 2015, pp. 7-17.

ALFARO ÁGUILA REAL, J.: “El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil”, en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 475-477.

ANÍBAL SÁNCHEZ, A.: “Sobre los modos de oposición a una OPA hostil: blindajes y otras medidas defensivas”, en *Revista jurídica Universidad Autónoma de Madrid*, núm. 8, 2003, pp. 331-360.

A. GERVURTZ, F.: *Corporation law 2<sup>nd</sup> Edition*, West – Thomson Reuters, Minnesota, 2010.

BARRACHINA, E.: *Derecho del Mercado de Valores*, Difusión jurídica, Madrid, 2011.

BONELL, R.: *Manual de OPAS*, Difusión jurídica, Madrid, 2010.

BROSETA PONT, M. y MARTÍNEZ SANZ, F.: “Modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles”, *Manual de Derecho Mercantil. Vol. I.*, Tecnos, Madrid, 2014.

DE DIOS MARTÍNEZ, L. M. y RECALDE CASTELLS, A.: “El informe del órgano de administración de la sociedad afectada por la OPA”, en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 425-429.

DÍAZ YEREGUI, R.: *El cambio de control en los contratos del sector público*, LA LEY 11969/2017.

EMPARANZA SOBEJANO, A.: “El deber de lealtad de los administradores y de evitar situaciones de conflicto”, en AA VV, *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital* (EMPARANZA SOBEJANO, A., Dir.) Marcial Pons, Madrid, 2016, pp. 137-139.

FARRANDO MIGUEL, I.: “Los indicadores de la adquisición del control y el deber de formular una OPA obligatoria”, en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 71-74.

FRANCO ESCOBAR, S. E.: *La autorización administrativa en los servicios de interés económico general, intervención administrativa en los mercados de las comunicaciones, la energía y los transportes*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2017.

GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J.: “Aspectos generales de las operaciones de adquisición de empresas”, en AA VV, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 45-64.

GARCÍA-PEROTE ESCARTÍN, I. y BARROS GARCÍA, M.: “Aspectos laborales de las adquisiciones empresas”, en AA VV, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 1047-1074.

GARRIDO DE PALMA, V.M. Y ANSÓN PEIRONCELY, R.: “Fusión y fusión transfronteriza”, en AA VV, *La ley 3/2009 de las modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles*, Civitas – Thomson Reuters, Navarra, 2009, pp. 60-91.

GUERRERO TREVIJANO, C.: *El deber de diligencia de los administradores en el gobierno de las sociedades de capital: la incorporación de los principios de la “business judgment rule” al ordenamiento español*, Civitas – Thomson Reuters, Navarra, 2014.

HERNANDO CEBRIÁ, L.: *El deber de diligente administración en el marco de los deberes de los administradores sociales*, Marcial Pons, Madrid, 2009.

HERNANDO CEBRIÁ, L.: *La revisión legal (legal due diligence) en el derecho mercantil*, Comares, Granada, 2008.

JUSTE MENCÍA, J. y RECALDE CASTELLS, A.: “Prólogo” en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, p. 24-26.

LLEBOT MAJÓ, J.O.: “Los deberes y la responsabilidad de los administradores”, en AA VV, *La responsabilidad de los administradores de las sociedades mercantiles*, (ROJO, A. y BELTRÁN, E., Dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2016, pp. 25-34.

MAGIDE HERRERO, M.: “Consideraciones jurídico-administrativas en relación con las fusiones y adquisiciones de empresas”, en AA VV, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp.1079-1109.

MARÍA GARRIDO, J.: “El deber de neutralidad”, en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 495-498.

MARÍA GARRIDO, J.: “Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles”, en *Revista de Derecho bancario y Bursátil* (SÁNCHEZ CALERO, F., Dir), Año XI, núm. 42, Abril – Junio 1991, pp. 355-384.

MARTÍN VALVERDE, A., RODRÍGUEZ-SAÑUDO GUTIÉRREZ, F. y GARCÍA MURCIA, J.: “Vicisitudes de la relación de trabajo” en *Derecho del trabajo*, Vigésimocuarta edición, Tecnos, Madrid, 2015.

MOLERO MANGLANO, C., SÁNCHEZ CERVERA VALDÉZ, J.M., LÓPEZ ÁLVAREZ, M<sup>a</sup>. J., y MATORRAS DÍAZ-CANEJA A.: “Vicisitudes objetivas y subjetivas” en *Manual de Derecho del Trabajo*, Novena edición, Civitas – Thomson Reuters, Navarra, 2009.

M. BAINBRIGDE, S.: *Corporate Law* 2<sup>nd</sup> Edition, Foundation Press, New York, 2009.

PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J. y REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J.: “Ofertas públicas de adquisición de valores (I)”, en AA VV, *Manual de fusiones y adquisiciones* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 483-554.

PAYET PUCCIO, J. A.: “OPAs hostiles y medidas de protección”, en *Revista Ius et Veritas*, núm. 23, 2001, pp. 112-115.

RECALDE CASTELLS, A.: “Modificaciones en el régimen del deber de diligencia de los administradores; la business judgement rule”, en AA VV, *Las nuevas obligaciones de los administradores en el gobierno corporativo de las sociedades de capital* (EMPARANZA SOBEJANO, A., Dir.), Marcial Pons, Madrid, 2016, pp. 246-247.

RECALDE CASTELLS, A.: “Régimen jurídico de las OPAS: concepto, función económica y principios de la ordenación”, en AA VV, *Derecho de OPAS, estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Tirant lo Blanch, Valencia, 2010, pp. 27-31.

RECAMÁN GRAMA, E.: *Los deberes y la responsabilidad de los administradores de sociedades de capital en crisis*, Aranzadi, Navarra, 2016, pp. 140-175.

SÁNCHEZ CALERO, F.: *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Civitas – Thomson Reuters, Navarra, 2009, pp. 40-138.

SÁNCHEZ CALERO, F. y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J.: “Modificaciones estructurales y traslado internacional del domicilio social”, *Instituciones de Derecho Mercantil. Vol. I.*, Aranzadi, Navarra, 2015, pp. 824-839.

VIVES RUIZ, F.: “La fusión de sociedades”, en AA VV, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas* (SEBASTIÁN QUETGLAS, R., Dir.), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 719-749.

APARICIO ROQUEIRO, L. C.: *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*. Recuperado de:  
[https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007\\_20.pdf](https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MON2007_20.pdf)  
(última consulta 14 de junio de 2018)

<https://www.cnmv.es/Portal/Inversor/Opas.aspx> (última consulta, 13 de junio de 2018).

REGISTRADORES DE ESPAÑA, *Estadística Mercantil*,  
[http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/estadistica%20mercantil/Estadistica\\_Mercantil\\_2017.pdf](http://www.registradores.org/wp-content/estadisticas/mercantil/estadistica%20mercantil/Estadistica_Mercantil_2017.pdf)  
(última consulta 7 de junio de 2018).

Flip-In Poison Pill, <https://www.investopedia.com/terms/f/flip-in-poison-pill.asp> (última consulta 14 de junio de 2018)

*Formación de una corporación en Delaware*.  
<https://corplaw.delaware.gov/esp/formation/> (última consulta 14 de junio de 2018).

I. RIPLEY, D.: *La utilización privativa de los bienes de dominio público: las concesiones demaniales en la nueva ley de patrimonio de las administraciones públicas*.  
<http://www.uria.com/documentos/publicaciones/1233/documento/trib02.pdf?id=2027>  
(última consulta 12 de junio de 2018).

OLABARRIETA DE FRUTOS, U.: “*Business Judgement rule*”. *Una medida de responsabilidad del administrador social*, 20/12/2017 <https://acef.cef.es/business-judgement-rule.html> (última consulta 4 de junio de 2018).

Regla 9.1 del *City Code*, <http://www.thetakeoverpanel.org.uk/wp-content/uploads/2008/11/code.pdf?v=8Jan2018> (última consulta 14 de junio de 2018).

*The Delaware way: Deference to the BJR of directors who act loyally and carefully.*  
<https://corplaw.delaware.gov/delaware-way-business-judgment/> (última consulta 5 de junio de 2018)

## **REPERTORIO NORMATIVO**

### **NORMATIVA ESPAÑOLA:**

Ley 33/2003, de 3 de noviembre, *del Patrimonio de las Administraciones Públicas* (BOE núm. 264, de 04/11/2003); Ley 3/2009, de 3 de abril, *sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles* (BOE núm. 82, de 04/07/2009); Ley 8/2009, de 22 de diciembre, *por la que se regula el aprovechamiento eólico en Galicia y se crean el canon eólico y el fondo de compensación ambiental* (DOG núm. 252, de 29/12/2009); Ley 24/2013, de 26 de diciembre, *del Sector Eléctrico* (BOE núm. 310, de 27/12/2013); Ley 9/2017, de 8 de noviembre, *de contratos del Sector Público, por la que se transponen al ordenamiento jurídico español las Directivas del Parlamento Europeo y del Consejo 2014/23/UE y 2014/24/UE, de 26 de febrero de 2014* (BOE núm. 272, de 09/11/2017).

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, *sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores* (BOE núm. 180, de 28/07/2007); 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 03/07/2010); 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 24/10/2015); Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, *por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores* (BOE núm. 255, de 24/10/2015)

### **NORMATIVA ESTADOUNIDENSE:**

DGCL § 141 (d); DGCL § 141 (e); DGCL § 157; DGCL, Title 8, Chapter 1; DGCL § 251 (b); DGCL § 251 (c); MBCA § 8.06.

### **NORMATIVA COMUNITARIA:**

Directiva 2001/23/CE del Consejo, de 12 de marzo de 2001, *sobre la aproximación de las legislaciones de los Estados miembros relativas al mantenimiento de los derechos de los trabajadores en caso de traspaso de empresas, de centros de actividad o de partes de empresas o de centros de actividad* (Diario Oficial de las Comunidades Europeas (DOCE) núm. 82, de 22 de marzo de 2001); Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004 *relativa a las ofertas públicas de adquisición* (Diario Oficial de la Unión Europea núm. 142, de 30 de abril de 2004).

## **REPERTORIO JURISPRUDENCIAL**

### **JURISPRUDENCIA ESPAÑOLA:**

SAP de Pontevedra 50/2008, de 24 de enero de 2008 (ES: APPO: 2008:173); SAP de Barcelona 240/2018, de 2 de mayo de 2018 (ES: APB: 2018:3180); SAP de Barcelona 260/2018, de 16 de mayo de 2018 (ES: APB: 2018:4292).



STS de 15 de septiembre de 1989 (ES:TS:1989:4660); STS de 12 de noviembre de 1993 (ES:TS:1993:7627); STS de 15 de julio de 2003 (ES:TS:2003:5039); STS de 3 de noviembre de 2009 (ES:TS:2009:7095), STS de 12 de abril de 2011 (ES:TS:2011:2465).

#### JURISPRUDENCIA ESTADOUNIDENSE:

*Percy v. Millaudon*, 8 Mart. (n.s.) 68, (La. 1829); *Williams v. McKay* (1889); *Randolph v. Ballard County Bank*, 134 S.W. 165, 166 (Ky. 1911); *Smith v. Van Gorkon*, 488 A.2d 858 (Del. 1985); *Moran v. Household International*, 500 A.2d 1346 (Del. 1985). *Walt Disney Co. Derivative Litigation*, 906 A.2d 27 (Del. 2006).