



Universidad
Zaragoza

TRABAJO FIN DE GRADO

LAS OPAs DE EXCLUSIÓN Y LAS ALTERNATIVAS A SU FORMULACIÓN

DELISTING TENDER OFFERS AND ITS ALTERNATIVES

Autor

Andrés Rabanaque Riol

Director

Esther Hernández Sainz

Facultad de Derecho

2020/2021

INDICE:

ABREVIATURAS

I. INTRODUCCIÓN

1. CUESTIÓN TRATADA EN EL TRABAJO DE FIN DE GRADO
2. RAZÓN DE LA ELECCIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DEL INTERÉS
3. METODOLOGÍA SEGUIDA EN EL TRABAJO

II. LA EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN Y LA NECESARIA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

1. LA EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN: CONCEPTO Y REGULACIÓN
2. LAS OPERACIONES PUBLIC TO PRIVATE Y LA NECESARIA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

III. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE EXCLUSIÓN

1. LA OFERTA PÚBLICA DE EXCLUSIÓN COMO MODALIDAD ESPECÍFICA DE OPA OBLIGATORIA

1.1. Aproximación a la OPA de exclusión: concepto y relevancia

1.2. Marco regulatorio de la OPA de exclusión en la UE y en España

1.3. La OPA de exclusión como OPA obligatoria y *a priori*

2. SUPUESTOS EXENTOS

2.1. Características

2.2. Compraventa forzosa

2.3. Acuerdo unánime

2.4. Operaciones societarias: fusión

3. PROCEDIMIENTO

3.1. Acuerdo de la junta general

3.2. Informe de valoración

3.3. Elemento subjetivo

3.4. Elemento objetivo: el precio

3.5. Anuncio de la oferta y autorización por la CNMV

3.6. Fase final: aceptación y liquidación de la oferta y posterior exclusión de negociación

3.7. Soluciones al problema de autocartera en las OPAs de exclusión lanzadas por la propia sociedad

IV. PROCEDIMIENTOS ALTERNATIVOS A LA OPA DE EXCLUSIÓN

1. SUPUESTOS DE APLICACIÓN DE PROCEDIMIENTOS ALTERNATIVOS A LA OPA DE EXCLUSIÓN

2. ALTERNATIVAS A LA OPA DE EXCLUSIÓN CONFORME AL ART.11 d) Y e) RD 1066/ 2007

2.1. Introducción

2.2. Orden permanente de compra tras una OPA por la totalidad del capital: *soft delisting*

2.5. Otros procedimientos equivalentes

3. TRAMITACIÓN DE LA EXCLUSIÓN MEDIANTE PROCEDIMIENTO EQUIVALENTE ART.11 e) RD 1066/ 2007.

3.1. Actuaciones preliminares

3.2. Solicitud formal a la CNMV

3.3. Fase de alegaciones

3.4. Autorización por la CNMV

3.5. Liquidación y exclusión de cotización

V. CONCLUSIONES

VI. REFERENCIAS FINALES Y BIBLIOGRAFÍA

VII. ANEXOS

ABREVIATURAS UTILIZADAS

AA.VV.	Autores varios
art./arts.	artículo/artículos
BOE	Boletín Oficial del Estado
BORME	Boletín Oficial del Registro Mercantil
CCom	Real Decreto de 22 de agosto de 1885 por el que se publica el Código de Comercio
cit.	citado
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Coord./s.	Coordinador/ores
Dir./s.	Director/es
ed.	edición
Ley 5/2021	Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas.
LSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital
Newco	Nueva compañía
nº/núm.	número
OPA	Oferta pública de adquisición
p./pp.	página/páginas
P2P	<i>Public to private</i>
RD OPAs	Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.
ss.	siguientes
TRLMV	Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores.
TRLSC	Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital.
UE	Unión Europea

I. INTRODUCCIÓN

1. CUESTIÓN TRATADA EN EL TRABAJO DE FIN DE GRADO

En este TFG nos proponemos analizar qué posibilidades tienen las sociedades cotizadas españolas de abandonar un mercado negociado y cuáles van a ser las exigencias legales que deben cumplir para llevar a cabo esta operación con éxito. La regulación vigente relativa a la exclusión de negociación supone un condicionante de obligatorio cumplimiento para cualquier sociedad cotizada que desee abandonar el mercado negociado del que forma parte.

La decisión de una sociedad de proceder a la exclusión de negociación de sus valores o instrumentos conlleva una decisión radical de cambio, motivada, generalmente, por la búsqueda de una plusvalía económica; decisión que afecta, en mayor o menor medida, a los accionistas que conforman la compañía cotizada. Debemos plantearnos si es posible satisfacer las expectativas patrimoniales de todos los accionistas, sin menoscabar los derechos de los minoritarios; o, si por el contrario, la posición dominante dentro de los accionistas de la compañía se impone en cierta manera, al adoptar la decisión de abandono del mercado. Estas cuestiones son las que aborda la legislación actual del régimen de exclusión. El procedimiento principal de exclusión previsto en la normativa vigente es la oferta pública de adquisición por exclusión u OPA de exclusión. Su regulación está recogida en el Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante TRLMV) y en el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (en adelante RD OPAs). Estas normas permiten responder a estas cuestiones, pues aportan las garantías y cautelas necesarias, para que la exclusión pueda llevarse a cabo protegiendo los distintos intereses en juego.

La existencia de un procedimiento genérico de exclusión mediante OPA se acompaña de vías alternativas para el abandono del mercado por las compañías cotizadas. Las ventajas e inconvenientes asociados a estas determinan la eficacia y las carencias del proceso habitual de exclusión.

2. RAZÓN DE LA ELECCIÓN DEL TEMA Y JUSTIFICACIÓN DEL INTERÉS

Pese a que todos los años es noticia la formulación de OPAs de exclusión en el mercado, no se representa correctamente la importancia e interés de esta operación en el mercado negociado nacional. Estas operaciones vienen produciéndose de manera recurrente en los últimos diez años, por lo que consideramos que es conveniente su estudio en profundidad. Es necesario tener

conocimiento del funcionamiento y procedimiento de la operación, para conocer cuáles son los derechos y garantías que son protegidos por la norma.

Además, en los últimos meses, la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas ha modificado el art. 82 TRLMV en el que se regula la OPA de exclusión. Por ello resulta de interés su estudio.

Este análisis nos permite valorar desde una perspectiva objetiva y subjetiva la evolución de esta operación en los últimos años.

3. METODOLOGÍA SEGUIDA EN EL TRABAJO

El análisis de un texto legislativo permite comprender los motivos, razones e intereses que están regulados en la norma. Sin embargo, no es suficiente conocer y comprender la motivación del articulado legal, si no tenemos en cuenta el contexto histórico, social, económico en el que nos encontramos.

Cualquier texto jurídico responde a una realidad fáctica, por lo que nuestra labor consiste en analizar si se corresponde realmente con las realidades que pretende tutelar y de qué manera se está llevando a cabo. Para ello es necesario, contextualizar el ámbito de aplicación, su desarrollo normativo, los derechos protegidos por la norma, así como ver cuál es el reflejo real de su aplicación en la práctica.

Como todo sistema de organización, la norma va a tener virtudes y defectos. De manera ineludible, tenemos que tomar posición sobre los puntos débiles de la norma señalando por qué no son efectivas estas disposiciones normativas. Por el contrario, destacaremos los derechos e intereses que son tutelados de manera adecuada y si su aplicación en la práctica tiene un resultado positivo.

El análisis de la norma se realiza principalmente desde dos perspectivas, el marco jurídico de la norma y los aspectos económicos de la operación. Es fundamental conocer estas dos perspectivas, así como el desarrollo histórico o el comportamiento social económico de los accionistas. Es necesario un tratamiento multidisciplinar del tema objeto de estudio para conocer adecuadamente, a qué responden las situaciones jurídicas y económicas que se plantean.

Es, por ello, que el desarrollo del trabajo trata el tema desde: el análisis de las disposiciones normativas, la evolución de la operación durante los últimos diez años, a partir de los datos obtenidos de las Memorias anuales de la CNMV, las diferencias de opiniones entre autores y corrientes doctrinales, las practicas más habituales y ejemplos que se han lleva a cabo. Por último, recojo unas conclusiones con mi punto de vista respecto de la síntesis del tema y sus puntos más controvertidos o nucleares.

II. LA EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN Y LA NECESARIA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

1. LA EXCLUSIÓN DE NEGOCIACIÓN: CONCEPTO Y REGULACIÓN

La exclusión de negociación es la operación antagonista a la admisión de una compañía en un mercado cotizado, pues permite a una sociedad cotizada que se encuentra en un mercado negociado, el abandono de este. La exclusión de negociación afecta a la sociedad cotizada, sus valores o instrumentos admitidos a negociación y a sus accionistas, especialmente a los minoritarios.

Siguiendo a ALONSO ESPINOSA¹ podemos definir la exclusión de negociación, como “el cese definitivo del instrumento financiero como objeto de comercialización en el seno del mercado regulado, sistema multilateral o estructura en la que cotizaba con arreglo a las normas estatutarias propias de cada uno. Es decir, queda definitivamente excluido como objeto de operaciones de mercado en tales mercados regulados o estructuras asimiladas”.

Existen distintos tipos de exclusión en función del sujeto que la promueve. Lo más habitual es que la exclusión sea promovida por la propia sociedad afectada. Pero también, la exclusión puede ser promovida a instancias de la CNMV o de los organismos rectores de los mercados en que cotizan los valores.

La exclusión de valores o instrumentos de negociación puede llevarse a cabo de manera forzosa o voluntaria². La exclusión forzosa responde principalmente a tres supuestos; en primer lugar los recogidos en el art. 21.2 RD- Ley 21/2017; en segundo lugar, los originados por decisión

¹ ALONSO ESPINOSA, F. J, «Suspensión y exclusión obligatoria de la negociación de instrumentos financieros en el Real Decreto-Ley 21/2017, de 29 de diciembre» *Revista de derecho del mercado de valores*, nº. 22, 2018, cit., p. 4.

² LARGO GIL, R. Y HERNÁNDEZ SAINZ, E., *Derecho mercantil II: Lecciones y actividades de aprendizaje. Derecho del mercado financiero y derecho concursal*, Kronos, Zaragoza, 2020. cit., p. 84.

de la CNMV, cuando así se lo comunique otra autoridad competente de un Estado miembro de la UE, siempre que no perjudique gravemente los intereses de los inversores y, en tercer lugar, por decisión de la sociedad rectora del mercado, cuando el emisor deje de cumplir los requisitos previstos en el reglamento del mercado, igualmente salvo que se perjudiquen los intereses de los inversores. La exclusión de los valores o instrumentos de negociación es automática, siempre que exista un presunto abuso del mercado o por retención de información privilegiada sobre el emisor.

La exclusión voluntaria tiene su origen en la solicitud del emisor. Dado que provoca una relevante reducción de la liquidez de los valores, siendo más difícil su posterior transmisión, se han previsto distintos mecanismos para proteger a los accionistas: la OPA de exclusión regulada en el art. 82.2, 3 y 5 TRLMV y el procedimiento equivalente adoptado por la CNMV como alternativa a la OPA de exclusión, regulado principalmente en art. 82.4 TRLMV y el art. 11 RD OPAs.

2. LAS OPERACIONES PUBLIC TO PRIVATE Y LA NECESARIA PROTECCIÓN DE LOS ACCIONISTAS MINORITARIOS

Las operaciones *public to private* o (P2P)³ comportan la exclusión de valores o instrumentos de negociación. Tienen lugar cuando una sociedad cotizada, cuyos valores se encuentran admitidos a negociación dentro del mercado de valores, va a pasar a ser, una sociedad no cotizada.

Generalmente y con carácter previo a la exclusión, se va a producir la toma de control de esta sociedad mediante la adquisición de un porcentaje determinado de acciones⁴, que permita al oferente obtener una mayoría cualificada de acciones con derecho a voto y decidir así en la junta la exclusión. Por lo general, este proceso se va a llevar a cabo mediante una oferta pública de adquisición. Tiene como finalidad, la posterior exclusión de cotización de las acciones o instrumentos de negociación; es, por ello, que este presupuesto es objeto de estudio. Las operaciones P2P, no tienen una regulación propia en nuestro ordenamiento, pero les es de aplicación el marco normativo general, establecido en el TRLMV y el RD Opas.

³ KOLB, A Y SERRANO ACITORES, A., «La exclusión de negociación bursátil mediante operaciones de public to private», *Revista de derecho del mercado de valores*, n.º. 10, 2012, cit., p. 131.

⁴ Quien adquiera acciones de una sociedad cotizada, por encima de 30% de su capital con derecho a voto, de forma directa o indirecta, vendrá obligado a formular OPA sobre el 100% del capital. También deberá lanzar una OPA, cuando, sin alcanzar este porcentaje, haya designado a más de la mitad de los miembros del consejo de administración.

La justificación de la decisión de plantear la exclusión de cotización de una compañía reside en última instancia, en fundamentos económicos. Las operaciones P2P, como la mayoría de las operaciones de carácter empresarial, tienen como finalidad generar beneficios que habitualmente se materializarán en mayores dividendos y en la plusvalía generada por la inversión, tras la formulación de la OPA de exclusión.

En la publicación de BAENA TOVAR⁵, encontramos una definición muy adecuada: “Las operaciones P2P son una operación en la que se hace una oferta de compra por la totalidad del capital de una empresa cotizada objetivo por parte de una nueva empresa (Newco), que tras la compra pasa a ser una compañía privada. Los accionistas de la Newco suelen ser miembros del equipo directivo de la empresa objetivo y entidades de capital riesgo. La financiación restante de la oferta se realiza mediante deuda”.

En esta publicación, encontramos algunos ejemplos⁶ de operaciones P2P, que han tenido lugar en el mercado español. Sin llegar a un análisis muy pormenorizado, analizamos dos operaciones llevadas a cabo en 2005 y 2006, las de Amadeus y Cortefiel. En el primer supuesto, el oferente y el adquirente fue WAM Acquisition. En el segundo supuesto, hubo dos oferentes, Coral Retail España y MEP Retail España, finalmente Coral y MEP llegaron a un acuerdo en el que Coral desistió de su oferta planteada.

La operación que protagoniza Amadeus se caracteriza por la mención en el folleto de la OPA, de la intención de promover en breve, la exclusión de cotización de los valores de la sociedad afectada, si el porcentaje de la aceptación de la oferta era elevado, como así fue. Como consecuencia de la aceptación de la oferta, el *free-float* de la sociedad alcanzó niveles muy reducidos, de tan solo el 1’26%. La exclusión se formuló mediante un procedimiento intermedio previsto en el art.11.d) RD OPAs, no siendo necesario formular una OPA. Este acuerdo se comunicó al mercado mediante hecho relevante. La contraprestación se realizó mediante una orden sostenida de compra sobre el resto de las acciones que no aceptaron la OPA anterior, al mismo precio que el fijado en dicha OPA.

La operación de exclusión de la compañía Cortefiel se realizó mediante la formulación de una OPA de exclusión. Esta fue formulada por MEP Retail España, sobre el 12’61% de acciones

⁵ BAENA TOVAR, N., *Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital de riesgo*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2006, cit., p. 13.

⁶ BAENA TOVAR, N., *Las exclusiones de negociación...* cit., p. 28.

que no habían aceptado la oferta de compra presentada con anterioridad. No obstante, se mantuvo el precio ofrecido por cada acción de Cortefiel de la OPA anterior, en 18'40€.

Ambos ejemplos de operaciones P2P reflejan el resultado de exclusión de las acciones. Se observa la diversidad de opciones que se pueden plantear a la hora de excluir las acciones de las sociedades, si bien la fórmula tradicional⁷ de exclusión es mediante OPA.

Sin embargo, también van a tener una gran importancia en estas operaciones, las alternativas recogidas en el RD OPAs. La preparación y diseño de las operaciones P2P es particular, siendo necesario el análisis individualizado de cada operación para la elección del mecanismo de exclusión que vendrá determinado por las características societarias de la compañía. Será de aplicación la vía que suponga un abaratamiento de los costes de la operación de exclusión y favorezca en mayor medida el beneficio final del oferente.

Una de las posibilidades que recoge la vigente legislación, es la formulación de la OPA de exclusión, por un tercero que haya alcanzado un acuerdo previo, con accionistas mayoritarios que tienen el control de la Junta General. *A priori*, puede suponer una ventaja la posibilidad de alcanzar este acuerdo y evitar la formulación de dos OPAs consecutivas, una para la toma de control y, otra, para exclusión de las acciones. Esta opción supone una simplificación. Sin embargo, no es ni mucho menos una solución absoluta, ya que sigue penalizando la rigidez que conlleva el procedimiento genérico de una OPA de exclusión.

Una de las alternativas más frecuentes a la OPA de exclusión en operaciones P2P, son las compraventas forzosas tras una OPA de control previa que trataremos con mayor detalle en el apartado III.2.2.1 del presente trabajo. De forma genérica, supone el ejercicio del derecho de venta forzosa por el oferente, cuando alcance un porcentaje de, al menos, el 90% de los derechos a voto y la aceptación del 90% de los destinatarios de la OPA previa. De la misma manera, se ve reconocido en la legislación, el ejercicio del derecho de compra forzosa por parte del accionista minoritario. Hago esta mención a la alternativa de compraventa forzosa, porque es una práctica que tiene lugar, de manera frecuente, desde la entrada en vigor del actual régimen de OPAs, en 2007. Ha supuesto una nueva opción, en la vía de la exclusión de las operaciones P2P.

Los ejemplos tratados tienen lugar durante la vigencia del anterior régimen, donde no se veía reconocida la práctica de la compraventa forzosa en los supuestos de exclusión. Se empleaban

⁷ KOLB, A. y SERRANO ACITORES, A., «La exclusión de negociación bursátil...», cit., p. 156.

vías como el procedimiento intermedio, es el caso de Amadeus anteriormente analizado. Un ejemplo más reciente de exclusión de las acciones mediante compraventa forzosa es el de la compañía EURPAC⁸, en 2018. Tras alcanzar un porcentaje de 98'83%.

La exclusión de las acciones de una compañía cotizada comporta un riesgo evidente de pérdida de liquidez de las acciones correspondientes que afecta principalmente a los accionistas minoritarios. Este fenómeno sucede, cuando se realiza la toma de control de una sociedad cotizada, por un accionista mayoritario. Las acciones restantes que no fueron vendidas se encuentran en una tesitura en la que se genera una obstrucción a la mercantilidad de las acciones, provocando un perjuicio para los accionistas minoritarios. Para ellos será muy difícil abandonar la compañía tras la exclusión de negociación, pues no será sencillo encontrar un potencial comprador de sus acciones.

III. LAS OFERTAS PÚBLICAS DE EXCLUSIÓN

1. LA OFERTA PÚBLICA DE EXCLUSIÓN COMO MODALIDAD ESPECÍFICA DE OPA OBLIGATORIA

1.1. Aproximación a la opa de exclusión: concepto y relevancia

La OPA de exclusión es un tipo específico de OPA, con un tratamiento jurídico propio que se encuentra recogido en la Directiva de OPAs y en el RD Opas, con el fin de tutelar adecuadamente los intereses de los accionistas minoritarios. La oferta pública de adquisición por exclusión es el mecanismo o procedimiento que permite realizar la efectiva exclusión de las acciones de una sociedad cotizada.

La explicación tradicional, señala la justificación del fundamento de la normativa de OPAs⁹, en el reparto equitativo de la prima de toma de control. La OPA es en un mecanismo que asegura a los accionistas minoritarios una parte proporcional de la prima que abona el adquirente para precisamente tomar el control de la sociedad. Considero que la actual regulación desincentiva la realización de operaciones corporativas. En otras palabras, se llevarían a cabo más operaciones de cambio de control, si no fuera de obligatorio cumplimiento la formulación de OPA. Sin embargo, la OPA obligatoria en caso de toma de control garantiza

⁸ *Informe Anual CNMV 2018*, cit., p. 67.

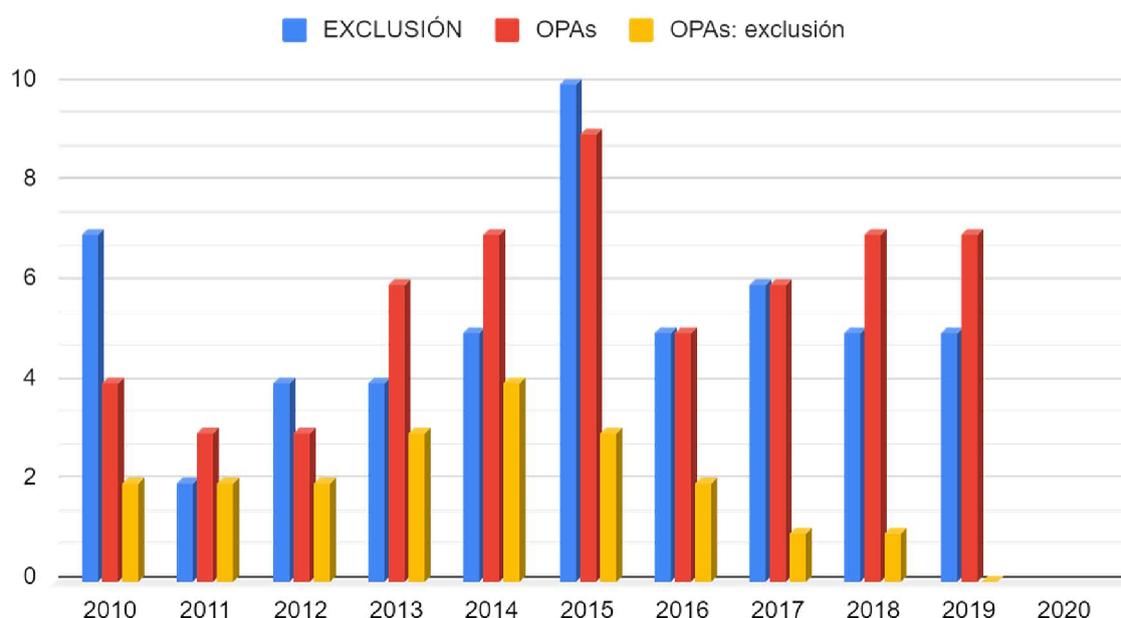
⁹ PAREDES GALEGO, C. Y PEREDA ESPESO, J. Y REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Ofertas públicas de adquisición de valores (I)” *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, cit., p. 489.

que los accionistas minoritarios se puedan ver beneficiados por el reparto equitativo de la prima de control.

En las OPAs de exclusión el sentido de la OPA es evitar perjuicios a los accionistas minoritarios.

Las OPAs de exclusión son bastante frecuentes en la práctica. Para comprender la importancia de las OPAs de exclusión en relación con otro tipo de OPAs y en relación con la exclusión de negociación he elaborado la siguiente gráfica con los datos obtenidos de los Informes Anuales de la CNMV de los años 2010 a 2019.

ANÁLISIS EXCLUSIONES Y OPAs



El análisis realizado comienza en el año 2010 y aborda la segunda década del siglo XXI. Se tienen en cuenta tres variables: la primera de ellas es el número de compañías o sociedades que son excluidas cada año en el mercado español; en segundo lugar, se contabilizan el número de ofertas públicas de adquisición que tienen lugar en el mercado español y, por último, se recogen el número de ofertas públicas de adquisición por exclusión.

He escogido estas variables, porque desde mi punto de vista, son un fiel reflejo de la importancia y recorrido de estas operaciones en el tiempo. El objeto del análisis es reflejar, cuál es la relevancia actual de la formulación de las ofertas públicas de exclusión y en qué medida las compañías excluidas, optan por llevar a cabo la exclusión de las acciones mediante otra alternativa.

Los tres primeros años, el número de OPAs de exclusión se mantiene constante. Sin embargo, es en la primera parte de la década donde aparecen los primeros supuestos alternativos al procedimiento de formulación de OPA. Entre ellos son destacables en el año 2010, las primeras compraventas forzosas donde la contraprestación no se realizó mediante pago en efectivo y se llevó a cabo mediante canje de valores, este fue el supuesto de Banco Guipuzcoano¹⁰. También se produce el único precedente de procedimiento equivalente en 2010, con la OPA sobre la sociedad Exide Technologies¹¹. En la memoria del informe anual de 2011, se produce la exclusión de los valores, por primera vez, mediante autorización de la CNMV para sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave o inminente, recogido en el art.8.d RD OPAs. Fue solicitada por el Banco Santander, S.A. como consecuencia del incremento de su participación en Metrovacesa, S.A. hasta un 30%.

En 2013, se autorizaron seis ofertas con el importe potencial más bajo de los últimos 25 años. Estas tres ofertas se formularon de forma obligatoria mediante la solicitud de exclusión de cotización en bolsa de las sociedades: Vueling, Corporación Dermoestética y Metrovacesa¹². Todas ellas tuvieron a sus respectivos accionistas de control como oferentes y vinieron acompañadas de los correspondientes informes de valoración justificativos del precio ofrecido.

En los años posteriores, relativos a la mitad de la segunda década, en 2014 se formulan cuatro ofertas de forma obligatoria, por solicitud de exclusión de cotización en bolsa de las sociedades: Inmolevante, Companyia d'Aigües de Sabadell, Ahorro Familiar y Grupo Tavex. En las dos últimas, la adquisición corrió a cargo de sus respectivos accionistas de control, mientras que en las otras el adquirente fue el emisor de las acciones a excluir¹³.

Destaca entre las exclusiones, el caso del Grupo Tavex. Se trata de una oferta de exclusión cuya principal particularidad es la operación de compraventa forzosa posterior. El informe dispone que “únicamente pueden realizarse si la oferta es formulada por un oferente distinto de la propia sociedad que solicita la exclusión, que se pospone a la fecha de liquidación de las operaciones de compraventa forzosa. Este fue el caso de la oferta de exclusión de Grupo Tavex formulada por A.Y.U.S.P.E. Empreendimentos e Participações, S.A. y finalizada ya en 2015, que fue aceptada por el 93,25% de las acciones a las que se dirigió, alcanzando el oferente un

¹⁰ *Informe Anual CNMV 2010*, cit., p. 83.

¹¹ *Informe Anual CNMV 2010*, cit., p. 170.

¹² *Informe Anual CNMV 2013*, cit., p. 53.

¹³ *Informe Anual CNMV 2014*, cit., p. 63.

95,70% del capital. Posteriormente, en la operación de venta forzosa, el oferente se convirtió en socio único y, una vez liquidada la operación, los valores fueron excluidos de bolsa”¹⁴.

En el año 2015, se registraron diez exclusiones, siete del mercado continuo, tres de corros y la última del segundo mercado. Entre las sociedades excluidas, cuatro de ellas lo fueron como consecuencia de una oferta pública de exclusión por las propias sociedades.

En la memoria del informe anual de 2016, se producen ejemplos de exclusión de gran interés para el objeto del trabajo. Por un lado, desde la perspectiva de la formulación de oferta pública de adquisición por exclusión, cuatro de ellas fueron de tipo obligatorio, “se trata de las ofertas del grupo de nacionalidad mexicana Carso por toma de control de Fomento de Construcciones y Contratas (FCC), Realia Business y Cementos Portland Valderrivas (CPV), más la oferta de exclusión de Inverfiatc, formulada por su accionista de control. También se formalizó como oferta de exclusión una operación sobre (CPV) realizada por FCC. Las dos ofertas de exclusión autorizadas durante el año contemplaron la posibilidad de exigir una operación de compraventa forzosa con posterioridad a la finalización de la oferta si se daban las condiciones reglamentarias para ello. Así, en el caso de Inverfiatc, el oferente exigió la venta a la totalidad de los accionistas, al recibir la oferta una aceptación superior al 90 % de las acciones comprendidas en ella. Todas las ofertas, incluida la voluntaria, se realizaron con pago en efectivo, y al precio definido como equitativo por la normativa aplicable. En las ofertas de exclusión se justificaron las reglas de valoración empleadas para la fijación del precio mediante el informe de un experto independiente”¹⁵.

Por otro lado, en 2016 se llevaron a cabo dos exclusiones sin formulación de OPA: por una parte, la solicitada por el grupo de nacionalidad inglesa Paragon en relación con la toma de control, dentro de un proceso concursal, de la compañía Service Point Solutions; y, por otra, la exención de OPA obligatoria solicitada por el grupo alemán Siemens, como consecuencia de la participación de control alcanzada en Gamesa Corporación Tecnológica, mediante la fusión de esta última (absorbente) con la sociedad Siemens Wind Holdco, S.L. (absorbida), en la que se concentrará el negocio eólico de Siemens.

Durante el tramo final de la década, los años 2017 a 2019, se observa un descenso en la formulación de ofertas públicas de adquisición por exclusión. La exclusión de las acciones de

¹⁴ *Informe Anual CNMV 2014*, cit., p. 176.

¹⁵ *Informe anual CNMV 2016*, cit., p. 68.

las sociedades afectadas se realiza por otras vías, aunque en el año 2017 se formula una oferta de exclusión de Sotogrande, S.A. por su accionista de control¹⁶.

En 2018, son ejemplos, las operaciones que consisten en una oferta de exclusión de Funespaña, S.A. formulada por su accionista de control, Mapfre; una oferta obligatoria sobre NH Hotel Group, al adquirir el grupo tailandés Minor una participación superior al 30%¹⁷. El resto de las exclusiones se corresponden con ofertas voluntarias que dan lugar, posteriormente, a la exclusión mediante una compraventa forzosa.

Por último, en 2019, las ofertas que dieron lugar a la exclusión de las acciones fueron una oferta de Natra que permitió “la realización de la operación de venta forzosa, adquiriendo el oferente la totalidad de las acciones y obligaciones convertibles, lo que supuso la exclusión de negociación de ambos tipos de valores. Las operaciones sobre Bodegas Bilbaínas, Telepizza y Parques Reunidos también finalizan con su exclusión de negociación sin una nueva OPA, al cumplirse los requisitos para esta excepción (artículo 11, letra d), del Real Decreto 1066/2007”¹⁸.

La técnico de la CNMV, Nuria Baena Tovar, realizó un análisis de la primera década desde el 2000 hasta 2010, en la revista de la CNMV¹⁹. Muestra el recorrido de la operación en el mercado español y las previsiones de futuro esperables, en ese momento. Mi análisis comienza en la segunda década, desde el año 2010 hasta el 2020, pudiendo comprobar cuáles de estas previsiones se han visto cumplidas y cuáles no.

Las predicciones y consideraciones que menciona la autora hacen referencia a algunas circunstancias y características societarias. Considera favorables para una futura exclusión, la liquidez para invertir de los operadores nacionales en 2010 y la aparición progresiva de inversores internacionales que se muestran más activos en el mercado español. Añade que las valoraciones de capital riesgo son “relativamente” atractivas y que los bancos se muestran dispuestos a financiar operaciones de compras apalancadas.

En relación con las características y el perfil societario encajaría con:

- Tamaño: Medio y Medio- alto.

¹⁶ Informe anual CNMV 2017, cit., p. 69.

¹⁷ Informe anual CNMV 2018, cit., p. 67.

¹⁸ Informe anual CNMV 2019, cit., p. 82.

¹⁹ BAENA TOVAR, N, *Las exclusiones de negociación...* cit., p. 36.

- Sector: Servicios y Tecnología
- Capacidad de endeudamiento: Medio-alto, ratio de endeudamiento bajo.
- Flujo de caja: Estables y predecibles
- Estructura del capital: Tipo familiar o con un gran accionista mayoritario.

La técnico menciona que las sociedades afectadas no deben pertenecer a sectores como el bancario o el inmobiliario, deberán tener una capitalización inferior a los 5.000 millones de euros y tener un *free-float* actual inferior al 80%”. Son dieciocho sociedades las que señala, con características apropiadas para su futura exclusión del mercado. Si analizamos las exclusiones llevadas a cabo por OPA, en la posterior década, se confirman parte de sus previsiones en relación con: Cementos Pórtland Valderrivas, Befesa Medio Ambiente, Barón de Ley, Corporación Dermoestética y Funespaña (en dos ocasiones).

Tras analizar los casos de OPA de exclusión durante el recorrido de los diez años posteriores, aunque *a priori* pueda parecer que las previsiones planteadas por la técnico sean una minoría, considero que ha sido una buena previsión, principalmente por la distribución a lo largo de la década, de las ofertas que, efectivamente, sí fueron realizadas.

Sin embargo, a la vista de las exclusiones que se han formulado, podemos contrastar que una parte significativa de las ofertas por exclusión, durante los siguientes diez años, se producen por sociedades pertenecientes al sector bancario e inmobiliario, algunos ejemplos son: Hispania Activos Inmobiliarios, SOCMI, S.A., Albertis Infraestructuras, S.A., Metrovacesa, S.A., Fomento Construcciones y Contratas, S.A., Banco Guipuzcoano, S.A., Banco Pastor, S.A., Banco Valencia, S.A.

1.2. Marco regulatorio de la OPA de exclusión en la UE y en España

El régimen de la exclusión²⁰ tiene como antecedente, la regulación en materia sobre exclusión de cotización que ya estaba comprendida en el Reglamento de la Bolsa de 1967. Esta norma preveía la exclusión de cotización por iniciativa de la propia sociedad cotizada, cuando deseara que sus acciones fueran incluidas en la cotización de otras Bolsas (art. 34 y 35), así como por decisión de la junta sindical, cuando la frecuencia de cotización o el volumen de contratación fueran notoriamente insuficientes (art. 48 y 49). Este régimen fue modificado, dándose una nueva redacción a estos artículos del Reglamento de Bolsas, por el RD de 13 de julio 1981, si

²⁰ SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, 1ª edic., Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2009, cit., p. 233.

bien, previamente, se introdujo la obligación de la formulación de la OPA por parte de la sociedad para proceder a la amortización de las acciones que votaron en contra o no estuvieron presentes en la junta general extraordinaria que acordó la exclusión. Esta obligación de formulación de una OPA de exclusión se mantuvo en el RD 279/1984, de 25 enero que reguló de nuevo el régimen de las ofertas públicas de adquisición.

La Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores reguló la exclusión de negociación de los valores de un mercado secundario oficial, en su artículo 34. Este precepto preveía, en su párrafo primero, la exclusión por decisión de la CNMV y, en su párrafo segundo, la exclusión por acuerdo de la propia sociedad emisora. Para este supuesto se estableció que, cuando la CNMV considerase que la exclusión podía lesionar los intereses de los titulares de los valores, podría acordar denegarla o condicionarla a que por el emisor se promoviese una oferta pública de adquisición.

Este artículo 34 de la LMV de 1988, completado por disposiciones reglamentarias, fue objeto de diversas modificaciones de las que se han de destacar la producida por la Ley 37/1998 de 28 de junio, que alteró su párrafo primero referente a la exclusión por acuerdo de la CNMV y que tuvo una nueva reacción por la Ley 6/2007, de 12 de abril. Unos meses más tarde esa redacción del artículo 34 de la LMV fue de nuevo modificada, con una extensión mayor, por la Ley 47/2007 de 19 de diciembre, que estableció un nuevo régimen para la suspensión y exclusión de la negociación de instrumentos financieros. De este modo, aun cuando se mantuvo la competencia de la CNMV para acordar de oficio la exclusión de negociación de los valores (y en general de los instrumentos financieros) que no alcanzasen los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación que se exigiesen reglamentariamente, se añadió la competencia de la Sociedad Rectora del mercado secundario oficial y la de los sistemas multilaterales de negociación, que podrían acordar la suspensión y exclusión de un instrumento financiero que incumpliese las normas de negociación establecidas en el reglamento del mercado correspondiente.

En todo caso, se mantuvo la posibilidad de que la exclusión de la negociación fuese promovida por la propia sociedad emisora, siendo, en este caso, obligatorio la formulación de una OPA dirigida a todos los afectados por la exclusión. No obstante, la propia Comisión podía dispensar de esta obligación en determinados supuestos (art. 35 de la LMV de 1988). La norma se remitía a las normas reglamentarias para la fijación del precio y demás requisitos de esta oferta. Posteriormente, la regulación de las OPAs de exclusión pasaría al art. 82 del Real Decreto

Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (en adelante citado TRLMV).

El régimen vigente en el TRLMV proviene de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, relativa a las ofertas públicas de adquisición, que estableció un marco normativo que pretendía homogeneizar la regulación existente en la Unión Europea. La Directiva permite establecer condiciones más estrictas que las previstas en las legislaciones nacionales existentes. La transposición de la regulación europea debió realizarse antes del 20 de mayo de 2006.

No cabe esperar una completa armonización a partir de esta Directiva, principalmente, por: en primer lugar, sólo establece una legislación mínima; en segundo lugar, la legislación no es muy detallada en sus disposiciones, por lo que deja un amplio margen de decisión a los Estados miembros, por último, algunas disposiciones no son de transposición obligatoria.

Los principios generales que se encuentran en esta norma y que deben respetarse en las regulaciones nacionales, se ven recogidas en el art. 2 de la Directiva europea. Estos son, el principio de trato equivalente a todos los titulares de valores que confieran derechos de voto en una sociedad afectada. Se encuentran recogidos también en relación, con el tipo de información que deben recibir los titulares de los valores. Por otra parte, se hace mención, al órgano de administración de la sociedad afectada que deberá favorecer únicamente los intereses de los accionistas y no entorpecerlos con sus decisiones. Como último punto a destacar, el anuncio de la operación solo se podrá realizar cuando el oferente se asegure que es capaz de hacer frente a la operación.

La Directiva 2004/25/CE Parlamento Europeo, fue transpuesta a la regulación española, mediante la modificación de la ley de Mercado de Valores de 1988, regulación que luego pasaría al actual TRLMV de 2015, y, de manera específica, en el RD OPAs, de 27 de Julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición. La transposición de la Directiva dispone la regla de la reciprocidad (pasividad del órgano de administración), reconoce las figuras de compraventas forzosas *squeeze-out* y *sell-out*.

El Capítulo III del Real Decreto de OPAS (arts. 10 al 13), titulado “*Otros supuestos de ofertas públicas de adquisición*”, desarrolla el art. 82 del TRLMV en relación con la normativa de OPAS de exclusión²¹, ofertas voluntarias y reducción de capital mediante adquisición de acciones propias, así como sus excepciones.

²¹ SANCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición (opas)...*, cit., p. 239.

El sistema español de OPAs se configura como un sistema de OPA obligatoria como consecuencia de una adquisición de control y con un precio equitativo. La OPA deberá realizarse sobre la totalidad de las acciones, se sitúan los umbrales de OPA en el 30% de capital con derecho a voto, supone la elevación del porcentaje respecto de la anterior regulación vigente, fijada en el 25%, establece un régimen especial para aquellos accionistas que tuvieran una participación entre el 30% y el 50% del capital social de la sociedad afectada. A esta OPA obligatoria se añade la OPA en supuestos de exclusión.

Los supuestos en los que resulta obligatorio formular una OPA de exclusión son: (i) cuando sea la propia sociedad la que acuerde el cese de la negociación en un mercado secundario de sus acciones (art. 10.1 Real Decreto de OPAS y art 82.2 TRLMV), (ii) cuando la sociedad sea parte de una operación societaria que cabrá identificar con una modificación estructural: fusión o escisión total por la que los accionistas de una sociedad cotizada se convierten, total o parcialmente, en socios de una no cotizada, o, aunque estuviera inicialmente previsto, la sociedad beneficiaria no obtenga la admisión a cotización de sus acciones en el plazo de tres meses desde la inscripción de la operación societaria en el Registro Mercantil.

La posibilidad de promover la OPA de exclusión por un tercero supuso una de las novedades normativas del Real Decreto de OPAS, bien es cierto que, ya en el año 2006 en la OPA sobre CORTEFIEL, la CNMV autorizó, por primera vez, una OPA de exclusión por un tercero.

La última modificación legislativa, en relación con la OPA de exclusión, se recoge en la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, en su art. 6.13. La nueva redacción del art. 82.2 TRLMV incluye una excepción a la obligación de formular una OPA de exclusión cuando se haya formulado con carácter previo una oferta dirigida a la totalidad de los valores a un precio igual o superior al exigible en la OPA de exclusión, siempre que, en la OPA previa el oferente haya alcanzado al menos 75% del capital con derecho a voto de la sociedad afectada.

1.3. La OPA de exclusión como opa obligatoria y a priori.

Las ofertas públicas de adquisición podrán ser de carácter obligatorio o voluntario²². Aunque tienen una estructura similar en su procedimiento; sin embargo, las condiciones que determinan si la OPA es obligatoria o voluntaria son distintas.

El TRLMV concibe como OPAs obligatorias las que deben lanzarse tras una toma de control de acuerdo con los arts. 126 y ss y las OPAs de exclusión reguladas en el art. 82.2 TRLMV. Este precepto obliga a lanzar una OPA cuando sea la propia sociedad la que acuerde el cese de la negociación en un mercado secundario de sus acciones. El artículo señala que todas las operaciones societarias asimiladas a la situación de exclusión también quedarán sometidas a la regulación contenida en dicho precepto cuando “...operaciones societarias en virtud de las cuales los accionistas de la sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra entidad no cotizada”. A este supuesto añade el art. 10 RD OPAs el caso en que la operación societaria determine que los accionistas de una sociedad cotizada, se conviertan total o parcialmente en socios de una sociedad que pese a haberlo solicitado “no obtenga la admisión a cotización de sus acciones en el plazo de tres meses a contar desde la inscripción de la correspondiente operación societaria en el Registro Mercantil”. Si transcurrido ese plazo de tres meses no se hubiese obtenido la admisión a cotización deberá formularse una oferta pública de exclusión. Esta regulación se completa con el art.11 RD OPAs que recoge los supuestos exentos de formulación de OPA obligatoria por exclusión y los procedimientos alternativos.

La OPA de exclusión, pese a tener un tratamiento jurídico diferenciado, es una oferta de carácter obligatorio. Las características propias de la OPA de exclusión impiden que su formulación sea de forma voluntaria. La OPA de exclusión necesariamente deberá cumplir: (i) el lanzamiento de la oferta sea por la totalidad de las acciones (art.10.2 RD OPAs), (ii) el precio de la OPA de exclusión será calculado de acuerdo con el precio equitativo y los métodos de valoración legalmente previstos (art. 9 y 10.5 RD OPAs) y (iii) la OPA de exclusión condiciona la contraprestación de la oferta al pago en dinero necesariamente art.10.3 RD OPAs.

La OPA de exclusión es una OPA *a priori*, pues es necesaria la formulación de la oferta previamente a la exclusión. Es decir, el oferente deberá lanzar la OPA de exclusión, antes de llevar a cabo el cese definitivo de negociación de los valores o instrumentos negociados. Es por ello que las OPA de exclusión tienen carácter de OPA *a priori*.

²² PAREDES GALEGO, C. y otros, «Ofertas públicas de adquisición...», cit., p. 493.

También es posible clasificar las ofertas de exclusión en función del sujeto que lanza la oferta, diferenciando entre las denominadas OPAs reflexivas²³, en las que el sujeto que realiza la OPA es la sociedad afectada, y las OPAs a petición de un tercero, que, no obstante, necesitarán de la expresa autorización de la junta general para poder llevarla a cabo. Desde un punto de vista procedimental, no comportan una alteración sustancial del procedimiento, ya que en ambos casos para formular la oferta será necesario el consentimiento y acuerdo de la junta general. Sin embargo, sí tendrá trascendencia, la posición del tercero, respecto de la compañía afectada por exclusión, en relación con la obtención de quórum o mayorías para la adopción del acuerdo, así como en el marco sancionador²⁴.

2. SUPUESTOS EXENTOS

2.1. Características

El art. 11 RD OPAs recoge los supuestos en los que la formulación de una OPA no será obligatoria para la exclusión de negociación de los valores de la sociedad afectada. Consideramos necesario distinguir entre los supuestos exentos de la obligación de formular una OPA y los procedimientos alternativos a la formulación de la OPA. Los supuestos exentos de formulación de oferta pública son los incluidos en los apartados a) b) y c) de dicho artículo.

2.2. Compraventa forzosa

En primer lugar, el apartado a) del art. 11 RD OPAs exime de lanzar una OPA de exclusión cuando puede ejercitarse el derecho a la compraventa forzosa en los términos previstos en el art. 47 RD OPAs. Es posible ejercitar este derecho en ambos sentidos (*squeeze-out* y *sell-out*), es decir, puede ser exigida la compra por el oferente a los accionistas, o pueden ser los accionistas minoritarios los que exijan la compra de sus acciones a la parte oferente. De este modo, se garantiza la correcta protección de los intereses de los accionistas minoritarios, cuando el supuesto es una oferta previa por la totalidad del capital, donde se ha alcanzado un porcentaje del 90% del derecho a voto, y se produce una pérdida de liquidez de las acciones

²³ GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.B., «La obligación de formular OPA en caso de exclusión y reducción de capital mediante adquisición de acciones propias», en *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados: Ofertas públicas de adquisición de acciones*, RONCERO et al (coord), Vol. 2, Aranzadi Thomson Reuters, España, 2019, cit., p. 909.

²⁴ El régimen sancionador es paradójicamente diferente. Cuando la oferta es lanzada por la propia sociedad, es de aplicación el art. 280 TRLMV. Por otro lado, cuando la oferta es lanzada por un tercero con el acuerdo de la sociedad, la sanción se califica como leve, según lo dispuesto en el art.10.4.2 RD OPAs. Véase GIRGADO PERANDONES, P., «La OPA de exclusión de negociación», en *Derecho de OPAs*, JUSTE et al (coord), Tirant lo Blanch, Valencia, España, 2010., cit., p. 240.

minoritarias que han quedado en esta situación de obstrucción y se ha visto limitada su principal característica, la mercantilidad.

El derecho de compraventa forzosa, en su denominación anglosajona *squeeze-out* y *sell-out*, nace tras el lanzamiento de una oferta sobre el 100% de las acciones de una compañía, cuando la aceptación de la oferta suponga que el oferente consiga adquirir, al menos, el 90% de las acciones con derecho a voto o estas puedan ser atribuidas al oferente en su posición de accionista mayoritario y, siempre que, además, la oferta haya sido aceptada por titulares de valores que representen, al menos, el 90 % de los derechos de voto, distintos de los que ya obraran en poder del oferente. En tal supuesto, el oferente podrá exigir a los accionistas minoritarios la venta de sus acciones. De la misma manera, los accionistas minoritarios están en su derecho de exigir al accionista mayoritario la compra de sus acciones.

La compra forzosa se realizará a un precio equitativo que no podrá ser, en ningún caso, superior al establecido en la oferta. Supone una garantía que evita que los accionistas minoritarios rechacen la venta de sus acciones hasta el último momento con la esperanza de obtener un precio más elevado por la compra, al tiempo que se garantiza que los accionistas minoritarios tengan la oportunidad de vender sus acciones hasta el último momento, asegurando que el precio será justo y participarán en el reparto de la prima de control.

Todos los gastos que se deriven de la compraventa y liquidación serán por cuenta del oferente. El plazo máximo para exigir la venta por parte del oferente o para exigir la compra por parte del accionista es de tres meses desde que finalice la aceptación de la oferta.

2.3. Acuerdo unánime

En segundo lugar, el apartado b) del art. 11 RD OPAs dispone que no es necesaria oferta de exclusión cuando todos los titulares de los valores afectados acuerden de manera unánime la exclusión de negociación y la renuncia a la venta de sus valores en régimen de oferta pública. En este supuesto, ha de entenderse que los accionistas renuncian, voluntariamente, a la protección que les brinda el Derecho de OPAs.

2.4. Operaciones societarias: Fusión

En tercer lugar, el apartado c) del art. 11 RD OPAs recoge como excepción el supuesto en que se produzca la extinción de la sociedad mediante alguna operación societaria en virtud de la cual los accionistas de la sociedad extinguida se conviertan en accionistas de otra sociedad cotizada.

Es claro que la normativa de OPAs no debería imponerse sobre las operaciones de reorganización societaria (fusiones, escisiones, etc...) que determinan la integración de sociedades cotizadas con otras. No tendría sentido que la Comisión, pudiera obligar al emisor a lanzar una oferta de estas características cuando la disolución de la compañía se produce sin liquidación y por la transmisión de sus activos y pasivos a otra sociedad cotizada, que los adquiere por sucesión universal.

Uno de los supuestos más habituales, es el acuerdo de absorción de la sociedad por otra sociedad cotizada, que, de manera muy superficial, ya que su análisis en profundidad excede el contenido de este trabajo, garantiza la protección de los accionistas minoritarios, mediante un tratamiento paritario de los accionistas. La protección deriva de que se fija una única ecuación de canje para todas las acciones, a lo que se añaden el resto de las medidas de protección establecidas en la legislación mercantil sobre modificaciones estructurales. Los accionistas reciben títulos, que al margen de factores exógenos a la operación, podrán ser más líquidos que los de la sociedad absorbida, puesto que las nuevas acciones que les serán entregadas se añaden a las ya existentes y admitidas a cotización de la sociedad absorbente.

3. PROCEDIMIENTO

La oferta pública de adquisición en su modalidad de exclusión es muy similar en su procedimiento a la formulación de una oferta pública de adquisición genérica.

3.1. Acuerdo de la junta general

La decisión de promover la exclusión de cotización tiene una innegable trascendencia en la sociedad en la medida en que afecta al estatuto jurídico de la sociedad, así como a los derechos patrimoniales de los socios²⁵. El supuesto está regulado en el art. 82 TRLMV y en el art.10 del RD OPAs, donde se establece que el acuerdo de exclusión de negociación de las acciones en bolsa deberá ser aprobado por la junta general de accionistas.

Es, en este punto, donde se produce una de las cuestiones más debatibles del proceso, desde un punto de vista legal, ya que el articulado no precisa de manera explícita el quórum necesario para la adopción de estos acuerdos. El TRLSC plantea dos escenarios posibles que pueden aplicarse a esta situación. En primer lugar, cabe considerar que el acuerdo requiere de las mayorías que se aplican a la generalidad de acuerdos que no requieren una mayoría reforzada, es decir, la decisión de exclusión se podrá adoptar por mayoría simple (más votos a favor que

²⁵ PAREDES GALEGO, C. y otros, «Ofertas públicas de adquisición...», cit., p. 536.

en contra) de los accionistas presentes o representados (art. 201 TRLSC). En segundo lugar, cabe pensar que se aplica el régimen reservado para acuerdos de especial importancia en los que se necesita que el quórum de asistencia sea de, al menos, el 50% del capital social, en primera convocatoria, o de un 25% del capital social, en segunda convocatoria (art. 194 TRLSC). Para la aprobación de estos acuerdos es necesaria mayoría absoluta (voto favorable de más de la mitad de los votos presentes o representados), siempre que la asistencia sea de, al menos, el 50% del capital, o una mayoría cualificada de, al menos, dos tercios del capital presente, cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el 25% o más del capital social sin alcanzar el 50% (art. 201.2 TRLSC).

He encontrado opiniones, en los dos sentidos, acerca de esta situación. Por un lado, la que defiende que el acuerdo de exclusión implica una alteración sustancial de la estructura o funcionamiento normal de la compañía, con un alcance similar al de otros acuerdos recogidos en el art. 194 TRLSC, justificando el uso de las mayorías reforzadas, ante el silencio de la normativa actual. Esta sería la postura de PAREDES GALEGO. Otros autores de la misma corriente añaden como argumento, la postura de otros Estados miembros donde sí se exigen mayorías reforzadas.

Por otro lado, la postura opuesta defiende que, aunque no hay duda acerca de si esta decisión afecta o no de manera sustancial a la sociedad, sigue la línea argumental respaldada por los art. 159 TRLSC y art. 194 TRLSC. La postura del autor GIRGADO PERANDONES²⁶, justifica la inobservancia de las reglas reforzadas para adopción de acuerdo, pues el silencio del legislador es consciente, ya que, si hubiera querido aplicar una mayoría cualificada para la adopción del acuerdo, habría sido expresamente señalado en el articulado legal, como ocurre en otras operaciones societarias. Defiende la intención de simplificación del legislador, ya que se trata de un procedimiento que adolece de gran rigidez. También señala la posibilidad de ejercitar un derecho de separación “sui generis”. Los socios que hubieran votado en contra podrán ejercitar su derecho de separación, al amparo del art. 346 TRLSC, con motivo de su desacuerdo en la transformación *de facto* de la sociedad. Se reconoce esta garantía que salvaguarda el interés de los socios minoritarios cuando no desean formar parte de la sociedad, tras un cambio sustancial de las condiciones sociales.

Desde mi punto de vista, coincido en mayor medida, con la postura que defiende el uso de mayorías reforzadas. El principal argumento tiene carácter teleológico, el interés protegido por

²⁶ GIRGADO PERANDONES, P., «La OPA de exclusión de negociación», cit., p. 232.

la norma de manera prioritaria es la correcta protección de los intereses de los accionistas minoritarios. Es por ello que la aplicación de mayoría simple, como quórum necesario para adoptar esta decisión, no beneficia los intereses de los accionistas con un porcentaje minoritario. Se garantiza y se protegen en mayor medida los intereses de los accionistas minoritarios con la aplicación de mayorías reforzadas para adoptar una decisión de esta envergadura.

El art. 82.3 TRLMV determina que al tiempo de la convocatoria de la junta general de accionistas que deba pronunciarse sobre la exclusión de negociación y su precio, el consejo de administración deberá poner a disposición de los accionistas y restantes titulares de los valores afectados, un informe en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofrecido.

3.2. Informe de valoración

El informe de valoración se encuentra recogido en el art. 24 RD OPAs, que dispone, “1. *El órgano de administración de la sociedad afectada deberá redactar un informe detallado y motivado sobre la oferta pública de adquisición, que deberá contener sus observaciones a favor o en contra, y manifestar expresamente si existe algún acuerdo entre la sociedad afectada y el oferente, sus administradores o socios, o entre cualquiera de estos y los miembros del órgano de administración de aquélla, así como la opinión de éstos respecto de la oferta, y la intención de aceptar o no la oferta por aquéllos que sean titulares directos o indirectos de valores afectados.*

El informe comprenderá, asimismo, las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente que figuren en el folleto, sobre el conjunto de intereses de la sociedad, el empleo y la localización de sus centros de actividad. Si algún miembro del órgano de administración tuviera algún conflicto de interés lo hará constar y explicará la naturaleza de dicho conflicto. Si los miembros del órgano de administración mantienen posiciones distintas en relación con la oferta, deberán incorporarse al informe las opiniones de aquéllos que se encuentren en minoría.

En el informe se incluirán los valores de la sociedad oferente poseídos, directa o indirectamente, por la sociedad afectada o por las personas con las que actúe concertadamente y los valores de la sociedad afectada poseídos o representados, directa o indirectamente, por los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada, así como los que pudieran tener en la sociedad oferente.”

Una de las diferencias entre las ofertas públicas de adquisición genéricas y las ofertas de exclusión, es que, con carácter general, no se considera necesario el informe de valoración como en el resto de OPAs. No obstante, existe una particularidad, cuando la oferta sea realizada por un tercero, pues sí será necesaria la realización de un informe de valoración, así como el acuerdo por parte de la junta general. El informe de valoración se realiza con la necesidad de justificar detalladamente la propuesta y el precio de la oferta realizada.

Aunque no conste como una norma escrita es recomendable²⁷, por no decir imprescindible, presentar a la CNMV un borrador del informe con los detalles de la oferta, con una antelación prudencial al momento de convocatoria por el consejo de administración de la junta general, para que la CNMV tenga la oportunidad de revisarlo y contrastar sus conclusiones, y sea finalmente autorizado o no por la CNMV.

En opinión de VIVES RUIZ²⁸, la denominación escogida para el informe de valoración es poco acertada, puesto que el informe es emitido por la propia administración de la sociedad afectada, no por el experto valorador. Sin embargo, a nivel práctico los informes de valoración son realizados por expertos independientes. Ante esta situación, como han señalado GIRGADO PERANDONES²⁹ es posible que la independencia de estos profesionales pueda verse condicionada, por quien los nombre o los retribuya. No se cuestiona la calidad de los informes que realizan los expertos independientes, pero sí surge controversia en relación con la existencia de conflicto de intereses. En este punto, la función que realiza la CNMV, en su tarea de supervisión y validación de la oferta es fundamental, para poder analizar las circunstancias en las que, finalmente, se vaya a realizar la oferta (art.10.5 RD OPAs). La decisión de la CNMV deberá estar motivada.

Para finalizar, tal y como recoge el art. 24 RD OPAs, en su apartado segundo “2. *El informe del órgano de administración de la sociedad afectada deberá ser publicado en cualquiera de las formas previstas en el artículo 22.1, por la propia sociedad, en el plazo máximo de diez días naturales a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta. Asimismo, en el mismo plazo deberá remitirse a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para que lo incorpore al expediente de la oferta pública, y a la representación de los trabajadores de la sociedad afectada. Cuando el órgano de administración de la sociedad afectada reciba dentro*

²⁷ PAREDES GALEGO, C. y otros, «Ofertas públicas de adquisición...», cit., p. 537.

²⁸ VIVES RUIZ, F., *Las operaciones de “public to private” en el derecho de OPAS español*, Civitas, Cizur Menor (Navarra), 2008, cit., p. 284.

²⁹ GIRGADO PERANDONES, P., «La OPA de exclusión de negociación», cit., p. 235.

de los plazos señalados en este artículo un dictamen distinto de los representantes de los trabajadores en cuanto a las repercusiones sobre el empleo, éste se adjuntará al informe de la sociedad afectada.”

3.3. Elemento subjetivo

Tradicionalmente³⁰, la oferta es formulada por la sociedad afectada, tal y como se recoge en la legislación vigente. Sin embargo, también se ve reconocida la posibilidad de la formulación de la oferta por parte de un tercero, tenga o no relación con la sociedad. El supuesto más habitual es que este sea accionista. Se trata de una circunstancia importante, ya que puede condicionar el procedimiento de exclusión. Si el oferente es un accionista mayoritario que obtuvo el control mediante una OPA y ejercita su derecho de compraventa forzosa, evitará la formulación de la oferta en el proceso de exclusión. En cualquier caso, cuando la oferta sea realizada por un tercero, deberá contar con la aprobación de la junta general de la sociedad, es por ello por lo que el procedimiento no difiere mucho del proceso de formulación de OPA genérico.

Los destinatarios de la oferta son todos los accionistas, con la singularidad de que no precisará dirigirse a aquellos accionistas que hubieran votado a favor de la exclusión en la junta general, ya que sus valores se encontrarán inmovilizados, hasta que transcurra el plazo de aceptación de la oferta. En el folleto informativo de la oferta pública de adquisición, se expresará con la debida claridad esta circunstancia y deberán identificarse los valores que han quedado inmovilizados, así como la identidad de los titulares de tales valores.

3.4. Elemento objetivo: el precio

La principal singularidad de la OPA de exclusión, en el sistema de ofertas públicas de adquisición, es que el precio además de ser acordado por las mayorías oportunas en la Junta deberá ser autorizado por la CNMV, con el fin de asegurar que la contraprestación de la OPA cumple con los requisitos sustantivos previstos en la legislación, para proteger los intereses de los titulares de valores afectados por la exclusión.

Otra de las principales singularidades de OPA de exclusión se encuentra en la modalidad de la contraprestación, pues esta deberá consistir necesariamente en efectivo, no siendo admisible la contraprestación en especie. La regulación general de la contraprestación contenida en el art.14 RD OPAs permite la contraprestación en forma de permuta y otras contraprestaciones alternativas. En materia de OPA de exclusión, la contraprestación se realizará necesariamente

³⁰ PAREDES GALEGO, C. y otros, «Ofertas públicas de adquisición...», cit., p. 540.

en dinero (art. 10.3 RD OPAs). La justificación de restringir la naturaleza de la prestación, a su abono en metálico, es compensar la pérdida de liquidez y negociabilidad de las acciones.

Esta garantía supone un esfuerzo económico importante para el oferente, puesto que será necesario que este tenga liquidez en el momento de su abono. Normalmente, es respaldado por una fuente de financiación externa (una o varias entidades bancarias) que le permita realizar el desembolso en dinero de la oferta.

Existen posturas enfrentadas en relación con esta garantía. La postura más tradicional ve favorable esta práctica, como protección del accionista minoritario, aunque suponga un obstáculo a la formulación de las ofertas de exclusión. Por otra parte, hay autores que consideran que esta práctica está desfasada. Sigue esta corriente el autor VIVES RUIZ³¹, quien sostiene que la permuta y el canje como contraprestaciones alternativas, garantizan de igual manera la contraprestación líquida de los accionistas minoritarios.

El precio, no es el único criterio de la CNMV para autorizar o denegar la realización de la oferta, pero es uno de los puntos principales de análisis para su valoración. La autora GONZALEZ FERNANDEZ cita en su obra, una frase que es determinante, para dimensionar la importancia del precio de la oferta, “El precio es finalmente la contraprestación que recibe el accionista de lo que son sus expectativas patrimoniales dentro de la sociedad³²”. Es por ello, que el precio de liquidación de los valores afectados por la exclusión debe compensar, de manera adecuada, las expectativas objetivas de las acciones como las intangibles.

Para poder calcular el precio de la oferta, se prevén dos criterios, el precio equitativo y los criterios de valoración que se recogen en art. 9 RD OPAs y el art. 10.5 RD OPAs. Aunque en numerosas ocasiones se hable del precio fijado por la sociedad emisora, la oferta podrá ser realizada también por un tercero. El precio propuesto se justificará en el informe de los administradores que se incluirá como Anexo al folleto explicativo de la oferta y no podrá ser inferior al mayor que resulte en el precio equitativo y el calculado conforme a los métodos de valoración, tal y como dispone el art.10.6 RD OPAs.

Los métodos de valoración recogidos en el art.10.5 RD OPAs, son:

- a) “Valor teórico contable de la sociedad. Por trayectoria de las ofertas públicas de adquisición, se observa que este criterio no resulta demasiado significativo. El principal

³¹ VIVES RUIZ F., *Operaciones P2P en el derecho...* cit., p. 283.

³² GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.B., «La obligación de formular OPA...», cit., p. 907.

motivo es que toma como referencia, el balance de la sociedad en un momento concreto y no resulta un buen indicador del valor de las acciones de la sociedad.

- b) Valor contable liquidativo de la sociedad: Este criterio se configura como un criterio residual, debido a que se tienen en cuenta únicamente el valor del mercado neto, tras minoración por de impuestos y otros gastos asociados. Se ignoran de nuevo, otros valores del negocio en su conjunto, si tenemos en cuenta, un criterio de empresa en funcionamiento y los intangibles asociados a ella. Es por ello, que la norma prevé que no es necesario calcularlo si determina un valor inferior al de los restantes criterios.
- c) Cotización media ponderada de los valores durante el semestre anterior al anuncio de la oferta, mediante hecho relevante: Se trata de un criterio con importancia, sin perjuicio de que la cotización de la acción se presume por la LSC, como un indicador de su valor razonable, a los efectos del tipo mínimo de emisión, en supuestos de exclusión del derecho de suscripción preferente; así como, un precio apto para el ejercicio por los accionistas de su derecho de separación, en determinados supuestos excepcionales.
- d) Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad en el supuesto de existir una OPA en el año precedente. Este criterio actúa como límite mínimo, en el precio de la oferta, sin que este sea único o definitivo.
- e) Otros métodos de valoración reconocidos por la comunidad financiera aplicable. Esta disposición, condiciona los criterios de valoración a que se vean reconocidos por la comunidad financiera³³, a su vez implica que sea una lista de números *apertus*.

Los ejemplos más practicados son:

(i) El Descuento de flujos de caja o (DCF). Es un método de valoración dinámico, lo que significa que la empresa a valorar va a continuar su actividad en las mismas condiciones que las actuales y que su evolución futura seguirá las mismas pautas de normalidad³⁴.

(ii) Net asset value (NAV). Esta técnica de valoración de empresas es generalmente utilizada para valorar compañías del sector inmobiliario³⁵. Consiste en calcular el valor de una compañía sumando el valor de mercado de sus activos restando la deuda

³³ PAREDES GALEGO, C. y otros, «Ofertas públicas de adquisición...», cit., p. 537.

³⁴ Este método fue empleado en la OPA de CAMPOFRÍO FOOD GROUP S.A., del año 2014.

³⁵ Este método fue empleado en la OPA de SOTOGRADE., del año 2015.

financiera, así como los pasivos fiscales netos derivados del reconocimiento del valor de dichos activos y otros ajustes sobre el valor razonable de activos y pasivos.

(iii) Valoración por múltiplos. Supone una alternativa a métodos como el NAV o el DCF y consiste en comparar los valores que toma nuestra compañía conforme a unas determinadas ratios con respecto a los de compañías comparables del mismo sector u otras empresas parecidas que han sido sometidas a una transacción recientemente³⁶.

El precio equitativo es una de las herramientas que introdujo la Directiva europea, con el objetivo de proteger adecuadamente los intereses de los accionistas minoritarios. Tras la transposición de la Directiva y la actual regulación de las OPAs en España, la introducción normativa del precio equitativo tiene como principales notas características:

- Es de aplicación a toda OPA obligatoria.
- Es la referencia que permite excepcionar de la obligación de formular una OPA cuando se haya alcanzado el control de una sociedad cotizada, tras la realización de una OPA voluntaria sobre el 100% de los valores a dicho precio y, por tanto, será el precio de la exclusión en los supuestos de compraventas forzosas.
- Supone el límite mínimo del precio al que se podrá presentar una OPA de exclusión y de las órdenes de compra posteriores a una OPA.

El precio equitativo puede resultar difícil de calcular en el caso de una oferta de exclusión. En relación con el criterio para su cálculo, tal y como dispone el art. 9.1 RD OPAs, “...ha de ser superior al más elevado que el oferente o personas que actúen concertadamente con él hayan pagado durante los 12 meses previos al anuncio de la oferta...”³⁷. El anuncio del precio debe expresarse con carácter previo en el informe que los administradores presentan a la junta general, para la aprobación de la oferta. Además, el autor SÁNCHEZ CALERO señala que: “...es difícil que siendo oferente la propia sociedad haya realizado operación alguna de compra de sus propias acciones en los últimos doce meses previos al anuncio de la oferta”³⁸.

³⁶ Este método fue empleado en la OPA de ALBERTIS, del año 2017.

³⁷ SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición (opas)* cit., p. 246.

³⁸ SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición (opas)* cit., p. 246.

3.5. Anuncio de la oferta y autorización por la CNMV

La formulación de una OPA³⁹ debe ser anunciada por el oferente. El momento del anuncio variará, si la OPA es voluntaria u obligatoria. En el supuesto de OPA obligatoria, el art. 16.2 RD OPAs establece que quien se encuentre en alguno de los supuestos de obligación de formular OPA, deberá hacerlo público y difundirlo comunicándolo como un hecho relevante, reflejando en dicha comunicación su intención de formular la OPA o su intención de solicitar la dispensa de esta. El art. 16.3 RD OPAs dispone que las ofertas en las que sea necesaria autorización deberán señalar esta circunstancia.

El contenido del anuncio que debe publicar el oferente se encuentra recogido en el art. 16.5 RD OPAs que, además, atribuye a la CNMV la facultad para determinar mediante circular, el modelo al que deban ajustarse dichos anuncios. La CNMV ha aprobado una Circular 8/2008, de 10 de diciembre⁴⁰, donde se fija el modelo de anuncio de OPA, de conformidad con los arts. 10 y 12 de RD OPAs.

El anuncio de la oferta se ve condicionado por dos situaciones, el momento en el que se entiende adoptada la decisión de formular OPA y el momento en el que el oferente se ha asegurado de que puede hacer frente íntegramente a cualquier contraprestación en efectivo.

En el primer supuesto, para poder confirmar la futura formulación de la OPA, se van a tener en cuenta los acuerdos previos entre el oferente y la sociedad, o el acuerdo de la junta de la propia sociedad cuando solo esté afectada esta. Se toma como referencia, el momento en el que se produce la suscripción del compromiso irrevocable; es, en este momento, donde el oferente adquiere la obligación contractual de formular OPA.

En segundo lugar, se hace referencia a la liquidez del oferente para desembolsar el precio de la oferta. Si el oferente dispone de caja suficiente para cubrir la cantidad fijada, no se plantea ninguna duda. Sin embargo, este caso va a ser el menos habitual, ya que como hemos mencionado antes, la OPA de exclusión exige que la contraprestación se realice en dinero.

El supuesto habitual es que el oferente necesite obtener financiación externa, generalmente, mediante préstamos de una entidad de crédito o varias. El momento en el que adquiere un compromiso firme y vinculante con el prestamista, será el momento en el cual se entenderá que puede responder por el precio fijado.

³⁹ KOLB, A. y SERRANO ACITORES, A., «La exclusión de negociación bursátil...», cit., p. 137.

⁴⁰ BOE de 29 de diciembre de 2008.

Una vez se ha producido el anuncio de la oferta, se presentará. El art. 17.1 RD OPAs dispone en su apartado primero, la obligación de presentar la oferta conforme a lo dispuestos en el Capítulo III, siendo necesaria autorización de la CNMV. El plazo establecido para la presentación de la oferta se encuentra en el art. 17.2 RD OPAs y será el mes siguiente al anuncio público de la oferta (art.16.1 RD OPAs).

La autorización de la oferta corresponde a la CNMV, pues el art.21 RD OPAs señala que: “1. *La Comisión Nacional del Mercado de Valores examinará el folleto presentado y la documentación complementaria y autorizará o denegará la oferta. La Comisión podrá recabar del oferente la aportación de la información adicional necesaria.*”

El plazo se encuentra fijado en el apartado tercero de este artículo, “3. *El acuerdo de autorización o denegación deberá adoptarse en un plazo de veinte días hábiles a partir de la recepción de la solicitud. En el caso de que los documentos complementarios se reciban después de dicha solicitud según lo dispuesto en el artículo 17 o, cuando se requieran informaciones o documentos adicionales, el plazo señalado en el párrafo anterior se computará desde la fecha en que se registren dichos documentos o informaciones. De acuerdo con lo previsto en el artículo 16 de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, el acuerdo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores pondrá fin a la vía administrativa, siendo recurrible ante la Jurisdicción Contencioso Administrativa, sin perjuicio de la interposición, en su caso, de recurso potestativo de reposición.*”

Una vez haya sido autorizada la oferta por la CNMV, se procederá a su publicación que deberá realizarse conforme al art. 22.1 RD OPAs: “1. *Una vez notificada al oferente la autorización, deberá éste proceder, en el plazo máximo de cinco días hábiles, a la difusión pública y general de la oferta. A dicho fin habrá de publicar los anuncios correspondientes, en el «Boletín de Cotización» de las Bolsas de Valores donde los valores afectados estén admitidos a negociación y en todas ellas si están integrados en el Sistema de Interconexión Bursátil Español, y, como mínimo, en un periódico de difusión nacional.*”

El plazo establecido para la aceptación o no, de la oferta por la junta de accionistas será fijado por el oferente y estará limitado por el plazo que dispone el art. 23.1 RD OPAs, “...no siendo inferior a quince días naturales ni superior a setenta, contados a partir del día hábil bursátil siguiente a la fecha de publicación del primer anuncio a los que se refiere el artículo 22”.

3.6. Fase final: aceptación y liquidación de la oferta y posterior exclusión de negociación

El proceso culmina con una última fase en la que se produce la ejecución de la OPA y la posterior exclusión de negociación. Este momento se encuentra recogido en el Capítulo VIII del RD OPAs. Se divide principalmente en: (i) la declaración de aceptación de la oferta (art. 34 RD OPAs), (ii) la publicación del resultado de la oferta (art. 36 RD OPAs) y (iii) la liquidación de la oferta (art. 37 RD OPAs).

La aceptación de la oferta autorizada se realizará de acuerdo con lo establecido en el folleto informativo. Se permite la revocación de las ofertas dentro del plazo establecido para la aceptación de la oferta, que no podrá ser inferior a quince días naturales ni superior a setenta, tal y como establece el art. 23 RD OPAs.

Durante la ejecución de la operación⁴¹, los vendedores de los valores de la compañía afectada, es decir, los titulares de los valores de esa sociedad pueden efectuar la venta si así lo desean, aunque deben ser conscientes que de no hacerlo, tras la exclusión de negociación ya no podrán vender en el mercado. La liquidación de las operaciones de venta se efectuará por el procedimiento establecido por IBERCLEAR⁴², en el mismo plazo de tiempo establecido en el folleto para liquidación de la OPA.

Se establece un cauce específico para la liquidación de la operación de oferta con resultado positivo. La normativa de OPAs dispone en el art. 37 RD OPAs que: “1. *Las ofertas públicas de adquisición que hubieran alcanzado resultado positivo cuando la contraprestación consista en dinero, se liquidarán por el procedimiento establecido para ello por la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (Iberclear), considerándose fecha de la correspondiente operación bursátil la de la sesión a la que se refiera el Boletín de Cotización en que se publique el resultado de la oferta.*”

Finalizada la ejecución de las órdenes de venta y liquidada la oferta⁴³, conforme al art. 37 RD OPAs, las acciones de la sociedad, o aquellos otros valores que den derecho a su suscripción, adquisición o venta, serán suspendidos cautelarmente de negociación. Conforme a la propuesta motivada de la Dirección General de Mercados, que será elevada al presidente de la CNMV, la

⁴¹ SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición (opas)* cit., p. 258.

⁴² A estos efectos, Iberclear emitirá sendos certificados para la Bolsa de Valores y para la CNMV confirmando la liquidación de la orden de compra, previo pago de los correspondientes cánones.

⁴³ BAENA, A Y RUIZ- GALLARDÓN A., «Algunas consideraciones sobre la exclusión de negociación mediante el denominado procedimiento equivalente a la oferta pública de exclusión previsto en el artículo 11.e) del RD 1066/2007» *Revista de derecho del mercado de valores*, nº. 10, 2012, cit., p. 262.

suspensión se mantendrá hasta que tenga lugar, la exclusión definitiva, por las correspondientes Bolsas de valores.

Posteriormente, será necesaria la publicación del resultado de la oferta. El apartado primero del art. 36 RD OPAs dispone que: “1. *En el plazo de cinco días hábiles desde la finalización del plazo de aceptación, las Sociedades Rectoras, o, en su caso, las entidades que actúen por cuenta del oferente, comunicarán a la Comisión Nacional del Mercado de Valores el número total de valores comprendidos en las declaraciones de aceptación presentadas*”.

Como conclusión al procedimiento de exclusión, las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en las que las acciones se encuentren admitidas a negociación, acordarán su efectiva exclusión de negociación, mediante los avisos oportunos, que serán anunciados mediante hechos relevantes.

3.7. Soluciones al problema de autocartera en las OPAS de exclusión lanzadas por la propia sociedad

Las OPA de exclusión cuentan con particularidades en su tratamiento de la autocartera como consecuencia de la OPA. Siempre que la entidad oferente sea la propia compañía emisora de las acciones será necesaria la posterior amortización o enajenación de los valores adquiridos en la oferta, salvo que la autocartera no exceda de los límites previstos en el TRLSC. Se suscita la duda sobre qué límites deben aplicarse. Este ha sido un punto nuclear de debate, existiendo dos posibles respuestas, pues el porcentaje máximo de capital social admisible en autocartera difiere en las sociedades cotizadas (un 10% del capital social) y en las sociedades no cotizadas (un 20% del capital social), conforme a lo previsto en el TRLSC, pues antes de la exclusión la sociedad es cotizada y tras la exclusión dejará de serlo.

Ante esta disyuntiva acerca del porcentaje aplicable en este supuesto, será de aplicación el porcentaje correspondiente a las sociedades no cotizadas un 20%, según lo dispuesto en el art. 82.5 TRLMV. Se entiende que la sociedad cotizada que insta su exclusión puede manifestar su decisión de amortizar las acciones propias siempre y cuando estas no excedan estos límites, en relación con su capital social.

IV. PROCEDIMIENTOS ALTERNATIVOS A LA OPA DE EXCLUSIÓN

1. SUPUESTOS DE APLICACIÓN DE PROCEDIMIENTOS ALTERNATIVOS A LA OPA DE EXCLUSIÓN

Existe una corriente doctrinal crítica con la decisión del legislador de mantener la exigencia de formulación de OPA, como condición para la autorización de la exclusión de negociación de las acciones de una sociedad. El principal motivo de queja es la formulación obligatoria de OPA, pues es un requisito que va más allá de las exigencias de la Directiva 2004/25/CE. Supone unos costes de tiempo y documentación excesivos, en la opinión de esta corriente doctrinal.

La finalidad buscada por la OPA de exclusión puede alcanzarse mediante otros recursos y mecanismos análogos, tal y como sucede en el Derecho comparado⁴⁴ y así quedó reflejado en el “Informe Winter”⁴⁵.

Desde mi punto de vista, comparto la opinión de esta crítica, pues el procedimiento de exclusión mediante OPA resulta una obstrucción a la exclusión de los valores negociados. El principal motivo es la excesiva rigidez procedimental. Formular una OPA de exclusión supone una dilatación excesiva en el tiempo, así como un aumento en el coste de la operación. Es por ello, que, ante la falta de revisión y simplificación procedimental del procedimiento genérico de oferta por exclusión, han aparecido procedimientos alternativos a la formulación de OPA por exclusión. Ya sucedió durante el régimen de la legislación anterior. La propia CNMV, en su loable voluntad de simplificación, admitió y puso en práctica, el actualmente conocido como procedimiento intermedio, que trataremos en el apartado IV.2.2.

Actualmente, se encuentran recogidos, tanto el procedimiento intermedio practicado anteriormente, como la dispensa de formular OPA de exclusión mediante procedimiento equivalente.

⁴⁴ Por ejemplo, la legislación Alemana (sección 38 (4) de la Börsengesetz o par 61 Börsen O de la normativa de la Bolsa de Francfort), las FSA Listing Rules (Chapter 5.2.5) británicas, los arts. 2437-quinquies CCivile y art.133 T.U.F italianos o la práctica del comité especial de consejeros del case law estadounidense, vid GIRGADO PERANDONES, P., “La OPA de exclusión de negociación”, cit., pp. 229 y 230.

⁴⁵ El *Report of the High Level Group of the Company Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe* (2002) califica la OPA de exclusión como “ineficiente” debido a los “importantes costes de tiempo y dedicación”.

2. ALTERNATIVAS A LA OPA DE EXCLUSIÓN CONFORME AL ART.11 d) Y e) RD OPAS

2.1 Introducción

El tratamiento diferenciado de estos dos supuestos, respecto del resto de alternativas recogidas en el art.11 RD OPAs, responde a la naturaleza de los dos cauces de exclusión. Ambos comparten un procedimiento diferenciado, bien es cierto que guardan similitudes entre ellos y con el procedimiento genérico OPA de exclusión.

Esto se debe a que hay algunas garantías regladas que van a ser de obligado cumplimiento para que la tutela de los intereses de los accionistas minoritarios sea efectiva en cualquier caso.

2.2 Orden permanente de compra tras una OPA por la totalidad del capital: *Soft delisting*

Se trata de un supuesto recogido en el apartado d) del art. 11 RD OPAs. Es conocido con la denominación de procedimiento intermedio. Su justificación se encuentra en una práctica no escrita, iniciada por la CNMV, durante la vigencia del régimen anterior a la reforma que se llevó a cabo en 2007 y responde a la voluntad de simplificación del proceso de exclusión⁴⁶. Se aplica cuando la oferta viene precedida de una toma de control de la sociedad mediante una OPA previa. Será necesario superar el umbral del 75% de aceptación de los derechos de voto, dispuesto en la última modificación anteriormente mencionada, del art.82.2 TRLMV, por la Ley 5/2021⁴⁷.

Consiste en una orden de compra sostenida de acciones durante al menos un mes y deberá constar en el folleto informativo de la OPA de control previa. De esta manera se garantiza la correcta protección de los accionistas minoritarios, al tiempo que se simplifica el proceso de exclusión. Las ventajas de esta alternativa, respecto de la formulación de una segunda OPA,

⁴⁶ El art. 7 del actualmente derogado Real Decreto 1197/1991, habilitaba a la CNMV a tutelar "...los eventuales procedimientos que la sociedad hubiera establecido para proteger los intereses de los titulares de los valores". Correspondía a la CNMV decidir en qué supuestos no era necesario formular OPA de exclusión.

El regulador estableció dicho procedimiento intermedio, en el que, teniendo en cuenta, entre otros, el reducido capital flotante de una sociedad (que ha sufrido una OPA previa de control) y la reducida liquidez de la acción. Quién pretendía excluir de cotización debía mantener en el mercado una orden temporal y sostenida de compra, a un precio que cumpliera con los criterios utilizados para la aprobación de las OPAs de exclusión, durante un plazo mínimo de un mes, dentro del semestre posterior, a la OPA precedente. Esta solución debía ser anunciada mediante hecho relevante, a fin de garantizar una adecuada salida de los inversores minoritarios.

Vid. BAENA, A Y RUIZ- GALLARDÓN A., «Algunas consideraciones sobre la exclusión...», cit. p., 256.

⁴⁷ Art.82.2 TRLMV, modificado por la Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, en su art.6.13.

consisten en evitar la elaboración de un segundo folleto informativo de la operación⁴⁸, así como la elusión de los gastos de asesoramiento y las tasas administrativas, además de evitar la dilatación en el tiempo que suponen todas estas circunstancias.

Es por ello que, *a priori*, por las características anteriormente expuestas, debería ser una alternativa y un procedimiento recurrente en la práctica de estas operaciones. Sin embargo, paradójicamente desde que se llevase a cabo la reforma de 2007, ha sido una alternativa empleada en menor medida, debido principalmente, al reconocimiento del derecho de compraventa forzosa en el art. 136 TRLMV que exime de lanzar una posterior OPA de exclusión conforme al apartado a) del art. 11 RD OPAs. Gracias a las compraventas forzosas, en muchas situaciones, resulta innecesario recurrir a las órdenes mantenidas de compra.

Pese a ello, hay precedentes recientes de la práctica de este procedimiento, como la operación de Pear Acquisition Corporation S.L. sobre Itinere Infraestructuras S. A⁴⁹.

2.3. Otros procedimientos equivalentes

El art. 11.e) RD OPAs admite otros procedimientos alternativos a la formulación de una OPA, previa solicitud de autorización a la CNMV. Como en el resto de los supuestos, primará por encima de cualquier otro interés, la correcta protección de los intereses y derechos de los accionistas minoritarios, así como el correcto funcionamiento del mercado.

El procedimiento equivalente⁵⁰ se basa en una habilitación genérica a la CNMV para autorizar la exclusión de negociación de las acciones cotizadas, sin formular una OPA por exclusión. El análisis de los arts. 82 TRLMV y 11.e) RD OPAs no permite identificar expresamente los intereses legítimos protegidos, mediante el procedimiento equivalente. Es por ello por lo que, solo podemos tomar como referencia, el único precedente existente. Permite delimitar los intereses concretos que han sido protegidos por la CNMV, con la adopción de este procedimiento. Se corresponden con los intereses protegidos genéricos:

- La posibilidad de liquidar la inversión en el mercado antes de que los títulos dejen de cotizar.
- La posibilidad de obtener un precio equitativo o justo.

⁴⁸ PAREDES GALEGO, C. y otros, «Ofertas públicas de adquisición...», cit., p. 544.

⁴⁹ La operación de exclusión se llevó a cabo en 2009, con posterioridad a la entrada en vigor del actual régimen de OPAs.

⁵⁰ BAENA, A. y RUIZ- GALLARDÓN A., «Algunas consideraciones sobre la exclusión...», cit., p. 255.

El único precedente existente⁵¹ objeto de análisis tuvo como principal característica en su autorización por la CNMV, el escaso capital flotante o *free-float* de la sociedad afectada y la elevada concentración de este, que reducía demasiado la liquidez de la acción.

3. TRAMITACIÓN DE LA EXCLUSIÓN MEDIANTE PROCEDIMIENTO EQUIVALENTE ART.11 e) RD OPAs.

3.1 Actuaciones preliminares

En primer lugar, el proceso de exclusión comienza formalmente ante la CNMV con la solicitud de autorización, tanto de la exclusión de negociación como de la exención a la obligación de formular una OPA de exclusión. Previamente es necesario que la junta general de accionistas, apruebe tanto el hecho de que se proceda a solicitar tal autorización, como el resto de las circunstancias relativas a la misma.

Antes de la convocatoria de la junta general, el consejo de administración acordará proponer a la junta la adopción de acuerdo. Se convocará a la junta general y se pondrá a disposición de los accionistas las propuestas y la documentación necesaria, para valorar correctamente la propuesta.

Uno de los trabajos preliminares⁵² es: la preparación del informe del consejo de administración, dispuesto en el art. 82.3 TRLMV⁵³. La justificación del informe deberá informar motivadamente sobre el interés de realizar la exclusión mediante el procedimiento equivalente. A estos efectos, también es necesaria la valoración de un experto independiente, contratado por el consejo, cuyo alcance y contenido estará supervisado por la CNMV.

Además, en la práctica deben coordinarse con la CNMV todas las actuaciones preliminares a la presentación de la solicitud formal de autorización a la exclusión y la dispensa a la obligación de exclusión.

⁵¹ La exclusión de negociación de Exide Technologies, S.A. perteneciente a la Bolsa de Valores de Madrid y Valencia y al Sistema de Interconexión Bursátil Español (S.I.B.E). Vid Informe anual 2010, pág. 170.

Contiene en su informe, la propuesta de exclusión de negociación de las acciones de dicha sociedad. (Vid. Hecho Relevante nº 122.133), las principales características eran: (i) el capital social de la misma estaba altamente concentrado, sumando las acciones en manos del accionista mayoritario y las que la sociedad tenía en autocartera un 95'99% del mismo. (ii) uno de los accionistas minoritarios poseía un 2,44% adicional, constituyendo por tanto el *free-float* únicamente un 1'57% del capital social.

BAENA, A. y RUIZ- GALLARDÓN A., «Algunas consideraciones sobre la exclusión...», cit., p. 257.

⁵² BAENA, A Y RUIZ- GALLARDÓN A., «Algunas consideraciones sobre la exclusión...», cit., p. 257.

⁵³ A tenor literal de la norma, “al tiempo de convocatoria de los órganos sociales que deban aprobar la oferta, se pondrá a disposición de los titulares de los valores afectados un informe de los administradores en el que se justifique detalladamente la propuesta y el precio ofertado”.

3.2 Solicitud formal a la CNMV

Una vez han sido aprobados por la junta general los correspondientes acuerdos, la sociedad presentará su propuesta de procedimiento equivalente a la OPA de exclusión a la CNMV, junto con la solicitud formal de exclusión de negociación. Además, estas circunstancias serán anunciada mediante hecho relevante. Es en este momento donde formalmente da comienzo el procedimiento administrativo por el que se aprobará o se denegará la oportuna autorización.

La solicitud formal deberá contener las actuaciones previas llevadas a cabo en la operación. En ella se incluirán las referencias de las respectivas aprobaciones por el consejo de administración y la junta general de: los acuerdos sociales previos, la exención de la obligación de formular OPA de exclusión y el precio de esta. También se incluirá una descripción de los elementos principales del procedimiento equivalente. Por último, deberá reflejar el mecanismo de adquisición de las acciones que esté previsto realizar y el sistema empleado para la determinación del precio.

3.3 Fase de alegaciones

El Comité ejecutivo de la CNMV podrá acordar la apertura de un periodo de alegaciones⁵⁴. Los titulares de los valores afectados tendrán la oportunidad de realizar alegaciones si así lo creen conveniente. Se anunciará mediante hecho relevante y se procederá a su publicación en el BOE.

Aunque el texto legal no establece la duración concreta del plazo de alegaciones, de acuerdo con los precedentes de las operaciones de exclusión, la CNMV acuerda el plazo de un mes, desde su publicación en el BOE. El reconocimiento del derecho de los accionistas afectados por la exclusión de negociación a la posibilidad de poder presentar y aportar documentos deriva del derecho general⁵⁵. El plazo de resolución de las alegaciones planteadas será de diez días.

3.4 Autorización por la CNMV

Una vez concluido el periodo de alegaciones, el Comité Ejecutivo de la CNMV decidirá autorizar o denegar la solicitud de la autorización de exclusión de negociación, así como la exención a la obligación de formular una OPA de exclusión. Comunicará su decisión mediante hecho relevante.

⁵⁴ BAENA, A Y RUIZ- GALLARDÓN A., «Algunas consideraciones sobre la exclusión...», cit., p. 260.

⁵⁵ Se establece en los art. 35 e) y art. 79.1 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común.

El hecho relevante recogerá: (i) el comienzo, en un plazo determinado⁵⁶ del mecanismo de compra a través del cual se efectuará la transmisión de los valores; (ii) la suspensión de cotización de las acciones de la sociedad hasta su efectiva exclusión de negociación por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que dichas acciones se hallen admitidas a negociación.

3.5 Liquidación y exclusión de cotización

Durante la liquidación, se deberá realizar en plazo la desinversión⁵⁷ de los valores afectados, mediante el mecanismo previsto en el procedimiento. En el supuesto precedente de Exide Technologies, S.A. apuntado anteriormente, se realizó con el mismo procedimiento empleado en el procedimiento intermedio, mediante la orden de compra sostenida, durante el plazo de un mes. Será suficiente con la información mediante hecho relevante.

La ejecución de la orden de compra deberá realizarse mediante los servicios de una entidad agente que se encuentre debidamente inscrita en los registros de la Sociedad de Gestión de los Sistemas de Registro, Compensación y Liquidación de Valores, S.A. (IBERCLEAR), y que se encargará de tramitar las órdenes de los accionistas.

La orden se dirigirá sobre la totalidad de las acciones, salvo los que hubiesen votado a favor y se encontrasen inmovilizados.

El precio deberá aprobarse según lo establecido en los art.10.6 y 9 RD OPAs, calculado según los métodos dispuestos en el art.10.5 RD OPAs. No se establece una duración específica del plazo de la orden de venta, tal y como se ha señalado antes, se toma como referencia, el mecanismo empleado en el supuesto de Exide Technologies, S.A.

Una vez haya finalizado la orden de compra y los valores hayan sido liquidados, de acuerdo con el art. 37 RD OPAs, concluirá el procedimiento con la efectiva exclusión de los valores negociados con los avisos procedentes mediante hechos relevantes.

⁵⁶ El plazo habitual es de tres días.

⁵⁷ BAENA, A Y RUIZ- GALLARDÓN A., «Algunas consideraciones sobre la exclusión...», cit., p. 261.

V. CONCLUSIONES

PRIMERA. - Eficiencia del procedimiento

El procedimiento genérico de OPA de exclusión está desactualizado. En mi opinión, la problemática reside en la falta de equilibrio entre los derechos protegidos, los intereses de los accionistas minoritarios en situación de exclusión de valores o instrumentos negociados y la rigidez procedimental que supone el lanzamiento de una OPA de exclusión. Esta situación se ha visto reflejada en la evolución legislativa de la norma, como sucedió con la admisión por la CNMV de la práctica del procedimiento equivalente, cuando la norma aun no recogía en su texto legal esta posibilidad.

Es necesaria una renovación en la estructura del procedimiento de OPA de exclusión. La consecuencia legislativa normativa ha sido la aparición de vías alternativas a la formulación de OPA de exclusión. Las alternativas más favorables son: en primer lugar, la compraventa forzosa cuando el porcentaje de voto supera el umbral del 90% de aceptación de acciones con derecho a voto. En segundo lugar, el procedimiento intermedio cuando existe una oferta previa por la totalidad de las acciones y se supera el 75 % de aceptación de las acciones con derecho a voto, este procedimiento condiciona la contraprestación a una orden de compra sostenida en el plazo de un mes. En tercer lugar, el procedimiento equivalente supone la exención de la obligación de formulación de OPA de exclusión mediante autorización de la CNMV. La sociedad plantea en la solicitud un procedimiento que garantice de igual manera los intereses de los accionistas minoritarios, durante el proceso de exclusión de los valores o instrumentos negociados. Esta vía es la que mayor flexibilidad ofrece a la sociedad demandante, si lo que tenemos en cuenta es la libertad en la propuesta por parte de la sociedad afectada.

La existencia de las diferentes alternativas a la formulación de OPA de exclusión son, en parte, el reflejo de la ineficiencia del procedimiento genérico de exclusión. Es necesaria la modificación y flexibilización de la normativa. El impacto de unas condiciones más favorables y flexibles no debería suponer una relajación o menoscabo de las garantías que tutelan los intereses de los accionistas minoritarios. La finalidad de la norma debe ser encontrar el equilibrio, entre la protección de los legítimos derechos de los accionistas minoritarios y el correcto funcionamiento del mercado, garantizando unas condiciones atractivas, que favorezcan la actividad del mercado negociado y el incremento del número de operaciones que se realicen en el mercado nacional.

SEGUNDA.- Acuerdo social

El quórum necesario para la adopción del acuerdo de formulación de OPA de exclusión es uno de los puntos de debate doctrinal. Se contraponen: la postura que defiende la aplicación por analogía del quórum establecido para las modificaciones sustanciales de las condiciones societarias, es decir, el acuerdo mediante quórums y mayorías reforzadas y, por otro lado, la postura que defiende la adopción del acuerdo mediante mayoría simple, asumiendo la consciente inobservancia del legislador en el texto legal de un quórum específico, con la finalidad de simplificar el procedimiento.

Desde mi punto de vista, es procedente la aplicación por analogía de un quórum y mayoría reforzado para la adopción del acuerdo, ya que la formulación de una OPA de exclusión comporta el cese definitivo de negociación de los valores o instrumentos negociados y no existe debate sobre que esta situación supone una modificación de las condiciones societarias, debido a la envergadura de la decisión.

Reafirmo mi postura, en que la necesidad de modificación y flexibilización de la norma no debe suponer una relajación o detrimento de los legítimos derechos sociales de los accionistas. La adopción del acuerdo de exclusión de negociación mediante OPA de exclusión, por mayoría simple, comporta un perjuicio para los derechos de los accionistas minoritarios.

TERCERA.-Forma de la contraprestación

Una de las características que distingue la OPA de exclusión del resto de OPAs es la forma de la contraprestación, pues tendrá que ser necesariamente en dinero. Esta garantía responde a la finalidad de paliar la pérdida de liquidez que supone la OPA de exclusión respecto de la negociabilidad de las acciones de los accionistas minoritarios. Sin embargo, en mi opinión esta visión se corresponde con un planteamiento tradicional del procedimiento. Limitar la forma de contraprestación únicamente al pago en dinero supone, en mayor medida, una traba más que una garantía para los intereses de los accionistas minoritarios.

Es posible garantizar la efectiva contraprestación de los valores o instrumentos negociados afectados, mediante otros medios de pago, como la permuta o el canje de valores. La aplicación del precio equitativo y los métodos de valoración deberían ser suficientes para la justa fijación del precio de la oferta, todo ello bajo la supervisión de la CNMV.

CUARTA. - Régimen actual y propuestas de mejora

Merece especial mención, la reforma del TRLMV llevada cabo por la Ley 5/2021, que afecta directamente a la redacción del apartado segundo del art. 82 TRLMV y que entró en vigor el 13 de abril de 2021. Esta modificación hace referencia a la excepción de formular OPA de exclusión cuando se haya lanzado una OPA previa dirigida a la totalidad de las acciones por un precio igual o superior al exigido para una OPA de exclusión. La nueva norma sitúa el umbral para la exención en un 75% de aceptación de las acciones con derecho a voto. Esta medida va dirigida a facilitar la alternativa a la formulación de OPA de exclusión mediante procedimiento intermedio.

Otras modificaciones que ya no son consideradas recientes, pero considero han sido acertadas son: el reconocimiento del derecho de compraventa forzosa y la posibilidad de formulación de OPA a instancias de un tercero. Estas medidas han favorecido el incremento de operaciones de exclusión realizadas en el mercado nacional.

Por último, señalar que las próximas reformas deberían ir encaminadas a la modernización y la modificación del actual procedimiento general de formulación de OPA de exclusión. Es necesario ahorrar trámites y costes innecesarios que agilicen y mejoren la condiciones para la exclusión de valores o instrumentos negociados.

VI. REFERENCIAS FINALES Y BIBLIOGRAFÍA

Legislación Aplicable:

- **Normativa de la Unión Europea**

Directiva (UE) 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 L 142/12, de 30 de abril de 2004.

Directiva (UE) 2014/65/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 15 de mayo de 2014 relativa a los mercados de instrumentos financieros y por la que se modifican la Directiva 2002/92/CE y la Directiva 2011/61/UE. Diario Oficial de la Unión Europea L 173/349, de 12 de junio de 2014.

- **Normativa Española**

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 de 03 de julio de 2010, núm. 161.

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 de 24 de octubre de 2015, núm. 255.

Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del Derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores, BOE de 30 de diciembre de 2017, núm. 317.

Ley 5/2021, de 12 de abril, por la que se modifica el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, y otras normas financieras, en lo que respecta al fomento de la implicación a largo plazo de los accionistas en las sociedades cotizadas, BOE de 13 de abril de 2021, núm. 88.

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

Circular 8/2008, de 10 de diciembre, la Comisión Nacional del Mercado de Valores, por la que se aprueban los modelos a los que se deberán ajustarse los anuncios y las solicitudes de autorización de las ofertas públicas de adquisición de valores, BOE de 29 de diciembre de 2008, núm. 313.

Bibliografía:

ALONSO ESPINOSA, F. J., «Suspensión y exclusión obligatoria de la negociación de instrumentos financieros en el Real Decreto-Ley 21/2017, de 29 de diciembre» *Revista de derecho del mercado de valores*, nº. 22, 2018, pág. 1 y ss.

ALONSO ESPINOSA, F. J., «Suspensión y exclusión obligatoria de la negociación de instrumentos financieros tras MIFID-II y MIFIR» en AA.VV. *Sociedades cotizadas y transparencia de los mercados*, Tomo II, Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2019, pp. 465 a 508.

BAENA TOVAR, N. *Las exclusiones de negociación bursátil en el mercado español y el capital de riesgo*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Madrid, 2006.

BAENA, A Y RUIZ- GALLARDÓN A., «Algunas consideraciones sobre la exclusión de negociación mediante el denominado procedimiento equivalente a la oferta pública de exclusión previsto en el artículo 11.e) del RD 1066/2007» *Revista de derecho del mercado de valores*, nº. 10, 2012, págs. 251-268.

GIRGADO PERANDONES, P., «La OPA de exclusión de negociación», en *Derecho de OPAs*, JUSTE et al (coord), Tirant lo Blanch, Valencia, España, 2010.

GÓMEZ - JORDANA, I. Y MARTÍN DE NICOLÁS, G. Y SAAVEDRA, J., «Tipología de ofertas públicas de adquisición», *Revista de derecho del mercado de valores*, nº.7, 2010, págs. 147-181.

GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.B., «La obligación de formular OPA en caso de exclusión y reducción de capital mediante adquisición de acciones propias», en *Sociedades cotizadas y transparencia en los mercados: Ofertas públicas de adquisición de acciones*, RONCERO et al (coord), Vol. 2, Aranzadi Thomson Reuters, España, 2019.

KOLB, A Y SERRANO ACITORES, A., «La exclusión de negociación bursátil mediante operaciones de public to private», *Revista de derecho del mercado de valores*, nº. 10, 2012, págs. 129-160.

LARGO GIL, R. Y HERNÁNDEZ SAINZ, E., *Derecho mercantil II: Lecciones y actividades de aprendizaje. Derecho del mercado financiero y derecho concursal*, Kronos, Zaragoza, 2020.

PAREDES GALEGO, C. Y PEREDA ESPESO, J. Y REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., “Ofertas públicas de adquisición de valores (I)”, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, coord. por Martín Jordano Luna; Rafael Sebastián Quetglas (dir), Wolters Kluwer, Madrid, 2016, págs. 483-554.

SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, 1ª edic., Thomson Reuters Aranzadi, Cizur Menor, 2009.

TAPIA HERMIDA, A.J., «Las ofertas públicas de adquisición de valores», en *Los mercados financieros*, CAMPUZANO et al (dir.), Tirant lo Blanch, Valencia, 2013, págs. 763-787.

- VIVES RUIZ, F., *Las operaciones de “public to private” en el derecho de OPAS español*, Civitas, Monografías, Cizur Menor (Navarra), 2008.

CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2010*, Madrid, 2011.

CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2011*, Madrid, 2012.

CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2012*, Madrid, 2013.

CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2013*, Madrid, 2014.

CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2014*, Madrid, 2015.

CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2015*, Madrid, 2016.

CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2016*, Madrid, 2017.

CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2017*, Madrid, 2018.

CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2018*, Madrid, 2019.

CNMV, *Informe anual sobre los mercados de valores y su actuación 2019*, Madrid, 2020.

Jurisprudencia

Sentencia de la Audiencia Nacional de 29 de junio de 2009, nº 208/7.

Sentencia de la Audiencia Nacional de 5 de abril de 2019, nº 143/2017.