

Los límites legales a la  
actuación de los  
administradores de la  
sociedad opada  
(art. 60 bis LMV)



## Abreviaturas\*

AC	<i>Aranzadi Civil</i>
cfr.	confróntese
CNMV	Comisión Nacional del Mercado de Valores
Consob	Comisión Nacional para las Sociedades y la Bolsa italiana
CUBG	Código uniforme de buen gobierno
DN	<i>Derecho de los Negocios</i>
esp.	especialmente
FEF	Fundación de Estudios Financieros
Jur.	Base de datos de jurisprudencia <i>westlaw</i>
LEC	Ley de Enjuiciamiento Civil
LMV	Ley del mercado de valores
<i>loc. ult. cit.</i>	obra y lugar últimamente citados
LRMV	<i>Ley de reforma de la Ley del mercado de valores</i>
LSA	Ley de Sociedades Anónimas
NUE	<i>Noticias de la Unión Europea</i>
ob. cit.	obra citada
OPA	Oferta pública de adquisición de acciones
p.	página
pp.	páginas
PROPA	Proyecto de Real Decreto sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones
<i>RDBB</i>	<i>Revista de Derecho Bancario y Bursátil</i>
RDGRN	Resolución de la Dirección General de los Registros y del Notariado
RDM	<i>Revista de Derecho Mercantil</i>
RdS	<i>Revista de Derecho de Sociedades</i>
RJA	<i>Repertorio de Jurisprudencia Aranzadi</i>
vid.	véase

---

\* He procurado utilizar únicamente las abreviaturas imprescindibles respecto de la cita de publicaciones en castellano, empleando la denominación completa de las revistas y publicaciones extranjeras.

# LOS LÍMITES LEGALES A LA ACTUACIÓN DE LOS ADMINISTRADORES DE LA SOCIEDAD OPADA (ART. 60 BIS LMV)

Daniel Rodríguez Ruiz de Villa  
 Doctor en Derecho. Abogado  
 Académico corr. Academia Asturiana de Jurisprudencia

## Palabras clave

Administradores. Deber de pasividad. Opa. Opa competidora. Sociedad afectada. Sociedades cotizadas.

## Key words

Board directors. Quotated companies. Rule of passivity. Takeover bid. Target companies. White knight.

## Resumen

Estudio del artículo 60 bis LMV con el objeto de delimitar en la práctica todos sus ámbitos de aplicación, objetivo, subjetivo, material y temporal. Se aprovecha para analizar la interrelación entre el Derecho de sociedades y el Derecho del Mercado de valores con el fin de explicitar el verdadero contenido de la regla de pasividad de los administradores de la sociedad opada, contrabalanceada por sus deberes de actuación diligente a favor del interés social, de información a los accionistas y, en su caso, de búsqueda de OPAs competidoras. Vinculación de los administradores a las previsiones legales a través de un régimen especial de infracciones administrativas y de su régimen general de responsabilidad civil.

## Abstract

Paper about article 60 bis LMV in order to delimit, in practical sense, its aereas of application, objective, subjective, material and temporal. I also study the rapport between Company Law and Stock Market Law in order to find the real contents of the passivity rule of the boards in the target company, variegated by their obligations of defence of social interest, information to the shareholders and, even, of search of white knights. Enforcement of the legal rules by an especial rule of public punishments and by its own private liability.

## Sumario

1.- Introducción. La función de los administradores en la sociedad opada durante la OPA. 2.- El interés rector de la actuación de los administradores de la sociedad afectada. 3.- Artículo 60 bis.1 LMV. 3.A.- Aproximación al significado del precepto. El mito de la pasividad. 3.B.- Ámbito subjetivo. 3.C.- Ámbito objetivo. El informe o dictamen de los administradores de la sociedad afectada previsto en el artículo 60 bis.3 LMV. 3.D.- Ámbito temporal. 3.E.- Contenido de las restricciones a la capacidad de decisión de los administradores. 4.- El supuesto particular del párrafo segundo del artículo 60 bis.1 LMV. 5.- El principio de reciprocidad. 6.- La esperada previsión legal de consecuencias jurídicas por la infracción del artículo 60 bis LMV.

## 1.- Introducción. La función de los administradores en la sociedad opada durante la OPA.

Dedico el presente trabajo a analizar la situación de los administradores de la sociedad afectada por una OPA hostil (doctrinalmente también OPA unilateral o independiente<sup>1</sup>), pues en este supuesto se encuentra una de las manifestaciones prácticas más relevantes de la relación entre el Derecho de las ofertas públicas y el Derecho de sociedades<sup>2</sup>. Los inversores deben confiar en la conducta mantenida por

<sup>1</sup> En contra de este concepto de OPA hostil y partidaria de su sustitución por el de OPA unilateral o de iniciativa unilateral, *vid.* TAPIA SÁNCHEZ, M<sup>a</sup>. R., "El difícil camino de la OPA en el cambio del control societario", *RDBB*, nº 99, julio-septiembre 2005, pp. 74-76 y 104 y también antes VARELA VARAS, A. y J. JUSTE MENCÍA, "Adquisición de sociedades cotizadas", *Fusiones y adquisiciones de empresas*, J. M<sup>a</sup>. Álvarez Arjona y Á. Carrasco Perera (directores), Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2004, p. 667 y después GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La Oferta Pública de Adquisición de Acciones en el Derecho europeo", *NUE*, nº 252, enero 2006, p. 80, matizando este último que sólo hay hostilidad, pero evidentemente la hay y a veces mucha como la práctica demuestra con relativa frecuencia, respecto de los administradores de la sociedad afectada, pues a los accionistas se les ofrece un precio por encima del de mercado; *cfr.*, a favor, en la doctrina administrativista, GONZÁLEZ-VARAS IBÁÑEZ, S., "Controles administrativos sobre una OPA y posibilidades de defensa", *RDBB*, nº 89, enero-marzo 2003, p. 255.

En la práctica, *vid.* el elenco de OPAs hostiles recientes, a nivel comunitario, aportado a noviembre de 2006, por KÄSTLE, F., *Defense against hostile take-overs from the perspective of Corporate and Take-over Laws*, 9/10 de noviembre de 2006, Baker & McKenzie: Arcelor y ThyssenKrupp sobre Dofasco; Basf sobre Engelhard, Mittal Steel y Severstal sobre Arcelor, Ferrovial y Goldman sobre BAA, Bayer y Merck sobre Schering Plough, E.on y Gas Natural sobre Endesa, Iberdrola sobre Scottish Power, Man sobre Scania.

<sup>2</sup> Con ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "Las ofertas públicas de adquisición de valores en el Derecho español", *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 1994, p. 44, CÁMARA, P., *Defensive measures adopted by the board: current european trends*, OCDE, Estocolmo, Suecia, 7-8 de diciembre de 2000, p. 2 y DESANA, E., *OPA e tecniche di difesa. Dalle misure difensive <<successive>> a quelle <<preventive>>*,

esos administradores de la sociedad opada, afectada o *target*<sup>3</sup>, pero tales administradores tienen poderosos incentivos para adoptar, *per se* y en su función de gestores de dicha sociedad, medidas defensivas o anti-OPA o represivas<sup>4</sup>. Lógicamente, si la OPA es lanzada previo acuerdo del oferente con los administradores de la sociedad afectada, como las condiciones de la OPA habrán sido objeto del acuerdo, no tiene sentido plantearse que se puedan intentar tales medidas<sup>5</sup>.

A estos efectos, y para tomar conciencia de la delicada situación en que se encuentran en ese momento los citados administradores cara al ejercicio de las funciones que, con carácter general, les tiene conferidas el Derecho de sociedades, baste simplemente recordar la pluralidad de intereses enfrentados que concurren en una situación de OPA hostil, lo que permite apreciar que los administradores se encuentran en el ojo del huracán de toda OPA hostil. Así, confluyen durante la tramitación de la OPA hasta cuatro tipos distintos de intereses, reflejados en alguna ocasión en la doctrina con la imagen de un cuadrilátero<sup>6</sup>:

- de los administradores de la sociedad opada<sup>7</sup>,
- de los socios de la sociedad opada<sup>8</sup>,
- de la propia sociedad opada,
- de la sociedad que ha lanzado la oferta hostil<sup>9</sup>,
- e incluso, y añadiendo estos dos supuestos se rompe la imagen del cuadrilátero si se relaciona con sus cuatro lados, de los trabajadores y acreedores de la sociedad opada y hasta del interés público<sup>10</sup> que puede resultar afectado por la toma de control de la sociedad opada<sup>11</sup>.

Giuffrè, Milán, 2004, p. 78, nota (23), a este lado del Atlántico, y, por ejemplo, BRAINBRIDGE, S. M., "Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections", *Stanford Law Review*, vol. 55:791, 2002, p. 791, al otro.

<sup>3</sup> Las tres denominaciones que se emplean habitualmente en la doctrina y práctica españolas para su identificación.

<sup>4</sup> Concepto este último que he visto por primer vez recogido en GUERRA MARTÍN, G., "Medidas anti-opa", *Diccionario de Derecho de sociedades*, C. Alonso Ledesma (directora), Iustel, Madrid, 2006, p. 775, en tanto que los otros dos son de uso generalizado en la doctrina española.

<sup>5</sup> Con DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., p. 22.

<sup>6</sup> Es la imagen a la que recurre VICENT CHULIÀ, F., *Introducción al Derecho Mercantil*, 19ª edición, Tirant lo Blanch, Valencia, 2006, p. 956, que, sin duda, trae a la mente un combate de boxeo, en el que en este caso no sólo hay dos contendientes, boxeadores, sino, al menos, cuatro, cada uno de ellos situado en una de sus esquinas.

<sup>7</sup> Como ya expuso gráficamente ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "La suspensión de la OPA de Gas Natural sobre Endesa y los intereses en juego (Comentarios al Auto de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 28 de abril de 2006, por el que se suspende el acuerdo del Consejo de Ministros de aprobación de la operación de concentración derivada de la OPA de Gas Natural sobre Endesa)", *RDMF*, <http://rdmf.wordpress.com>, "las OPAs actúan de policías en el mercado de valores permitiendo apartar del mercado a los malos gestores".

<sup>8</sup> Desde la perspectiva del análisis económico del Derecho, destacan GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia del deber de pasividad de los administradores sociales en presencia de una OPA: mecanismos privados frente a públicos", [www.indret.com](http://www.indret.com), 412, enero 2007, p. 3, que los costes de agencia se manifiestan de forma más aguda en materia de estrategias anti-OPA en el desfase entre los dos intereses que se acaban de referir, de socios y administradores de la opada.

<sup>9</sup> Cuyo interés especulativo puede chocar muy fácilmente con el de mantenimiento de las perspectivas empresariales de la opada y de sus accionistas, como resalta MONTAGNANI, M., *Acquisto...*, ob. cit., p. 29.

<sup>10</sup> Que conduce a las paradojas y esquizofrenias a que hace referencia TAPIA HERMIDA, A. J., *Métodos de concentración transfronteriza intracomunitaria de sociedades cotizadas: OPAs y otros métodos alternativos. Las Directivas 2004/25/CE y 2005/56/CE*, 2007/9, marzo 2007, [www.ucm.es/eprints](http://www.ucm.es/eprints), pp. 7-8, debidas al desdoblamiento de la personalidad de los Estados comunitarios que, al mismo tiempo, tratan de favorecer las concentraciones intracomunitarias y de impedir las cuando las sociedades cotizadas operan en mercados estratégicos, particularmente en los mercados financiero y de la energía (añado este último al ejemplo que aporta TAPIA HERMIDA).

<sup>11</sup> Vid. VARELA VARAS, A., "Adquisición de sociedades cotizadas", *Régimen jurídico de las adquisiciones de empresas*, J. M<sup>a</sup>. Álvarez Arjona y Á. Carrasco Perera (directores), Aranzadi, Pamplona, 2001, pp. 588-594, en especial FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. y M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, "Limitación de la actuación del órgano de administración de Sociedad afectada por el lanzamiento de una Oferta Pública de Adquisición", *RdS*, nº 18, 2002-1, pp. 231-238 y sobremanera GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación de los administradores de una sociedad frente a una OPA hostil", *Derecho de Sociedades...*, ob. cit., pp. 2719-2752, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Deber de abstención de los administradores y actuaciones a favor de Ley en las Ofertas Públicas de Adquisición", *Homenaje al Profesor Dr. Gonzalo Rodríguez Mourullo*, Civitas, Madrid, 2005, pp. 2171-2196 y FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., "Alcance y significado de la

Para ayudar a una mejor toma de conciencia sobre la polémica que puede levantarse en estos casos baste tener en la memoria un ya verdadero *leading case* en curso: las OPAs de "GAS NATURAL" y "E.ON" sobre "ENDESA" y la posterior incidencia en la última de ellas de las conductas de "ENEL" y "ACCIONA", hasta concluir en la nueva OPA conjunta de estas últimas, tras haber renunciado a las suyas respectivas las dos primeras<sup>12</sup>. Este supuesto quedó sujeto a controversia judicial, hasta que la primera desistió y dejó sola a la oferta competidora de "E.ON", entre otros aspectos, en relación con los límites de actuación de los administradores de la sociedad opada. Posteriormente "E.ON" fue la que desistió tras un pacto alcanzado al efecto con "ENEL" y "ACCIONA" que, a los pocos días presentaron una nueva OPA. En este último aspecto es de hacer notar la relevancia que en la prensa especializada se dio al deber de pasividad, que es objeto de este trabajo, como factor fundamental desencadenante del rápido lanzamiento de la última OPA, para así evitar la adopción de medidas defensivas por los combativos administradores de "ENDESA"<sup>13</sup>.

Pues bien, sentadas estas líneas maestras que delimitan la situación de hecho, en el seno de la misma, como se viene exponiendo de forma detallada por la doctrina especializada, es donde se plantea la interesante problemática entre la posible actuación defensiva del Consejo de Administración de la sociedad opada frente a la OPA hostil y su opuesto deber de abstención o pasividad.

*Last but not least*, la problemática que acabo de dejar apuntada presenta aún más actualidad y con ello mayor interés su estudio porque estamos en un periodo de modificación de la legislación española en materia de OPAS. Así, hoy hay que estar a la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores, LRMV, en vigor desde el 13 de agosto de 2007 (conforme a su disposición final cuarta), y aún pendiente de ulterior desarrollo reglamentario (de acuerdo con su disposición final tercera)<sup>14</sup>. Esta Ley 6/2007 supuso la transposición, una vez más tardía<sup>15</sup>, en España de la Directiva 2004/25, del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las

---

*passivity rule* tras la aprobación de la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición", *RdS*, nº 25, 2005-2, pp. 305-315.

<sup>12</sup> Para una síntesis cronológica, a fines de marzo de 2007, *vid.* [www.eimundo.es/mundodinero/2007/01/31/economia/1170245949.html](http://www.eimundo.es/mundodinero/2007/01/31/economia/1170245949.html).

<sup>13</sup> Recuerdo el titular aparecido en el diario *Expansión*, 11 de abril de 2007, p. 3, "Enel y Acciona aceleran su OPA para desactivar al Consejo de Endesa", y la explicación que aparecía en el cuerpo de esa información periodística: "Enel y Acciona temían que, en el caso de que el Consejo de Endesa dispusiese de unos días de libertad, después del final de la OPA de E.ON, Pizarro lanzara alguna maniobra corporativa que dificultara sus planes. En los últimos días se ha especulado con una posible OPA de Endesa sobre Enel o Acciona. El Consejo de Endesa también podría iniciar una serie de procedimientos administrativos o judiciales contra la OPA de las empresas italiana y española".

<sup>14</sup> Aunque el núcleo fundamental de mi estudio, que da título al mismo, es el régimen legal, haré también menciones a su previsión de futuro desarrollo reglamentario en el momento actual, mayo de 2007.

<sup>15</sup> Con los problemas que ello habitualmente acarrea; *vid.*, por ejemplo, el caso italiano y el pronunciamiento de la Comisión Nacional para las Sociedades y la Bolsa italiana (Consob), acerca del efecto directo del artículo 6.2 de la Directiva 2004/25/CE, comentada por VENTORUZZO, M., "Diretta applicabilità della direttiva 2004/25/CE in tema di offerte pubbliche d'acquisto e riconoscimento di documenti d'offerta approvati in altri Paesi europei: un parere della Consob", *Rivista delle Società*, septiembre-diciembre 2006, pp. 1177-1179.

ofertas públicas de adquisición (décimo tercera Directiva)<sup>16</sup>. Al estudio de este nuevo texto legal, en el concreto aspecto que acabo de enunciar, dedico, por tanto, este trabajo.

## **2.- El interés rector de la actuación de los administradores de la sociedad afectada.**

Ya en la Exposición de Motivos, apartado II, de la LRMV se resalta que la incorporación de la Directiva 2004/25/CE, por lo que aquí me interesa, plasma uno de los principios que la citada Directiva exigió habrían de ser respetados en su transposición: "el órgano de administración de la sociedad afectada deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto". Estamos ante un principio en el que se busca alinear la actuación de los administradores con la voluntad de los socios, principio que está presente, como se verá de inmediato, en toda la legislación española societaria y del mercado de valores<sup>17</sup>.

En el fondo, tal previsión no es aparentemente nueva en el Derecho de sociedades español, pues conviene recordar que ya el artículo 127 bis LSA obliga a que los administradores de las S.A. actúen con fidelidad al interés social, definiéndolo, tautológicamente, como "interés de la sociedad". Pero, a mi juicio, si se reflexiona con un poco más de detenimiento y se escudriña con mayor atención lo que dice la Ley, sí que hay una novedad importante: se añade en la citada EM de la LRMV la expresión "en su conjunto". Ese "en su conjunto" es el que considero que permite entender que la EM de la LRMV admite una concepción amplia del interés social, que va más allá de su concepción contractualista, para comprender no sólo el interés de los accionistas inversores<sup>18</sup> (como lo hace el artículo 28.1 del Proyecto de Real Decreto sobre el régimen de las OPAs<sup>19</sup>, en adelante PROPA) sino también el interés de los *stakeholders* (trabajadores, proveedores y resto de acreedores<sup>20</sup>), a quienes se podría incluir dentro de ese conjunto directamente vinculado a la sociedad y que pueden

<sup>16</sup> Con cuidado detalle, sobre el estado de la transposición de la Directiva 2004/25/CE en los 25, en febrero de 2007, *vid. Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids, Commission staff working document*, Bruselas, 21 de febrero de 2007, [www.europa.eu](http://www.europa.eu), debiendo destacar aquí especialmente la desagradable sorpresa que muestra la Comisión -efectivamente en actuación cándida como advierte GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Deber de pasividad y reciprocidad", diario *Expansión*, 27 de marzo de 2007, pues no otra cosa podía esperar de la redacción que finalmente tuvo la Directiva 2004/25/CE- acerca de la decisión de un número inesperadamente amplio de Estados que, incluso retrocediendo respecto de su situación normativa anterior, han optado, y parece que van a optar en un futuro inmediato, por transponer la Directiva en una dirección aparentemente proteccionista y ello particularmente en el objeto de este estudio, la neutralidad del Consejo, y de ahí que apunte a la necesidad de analizar los potenciales efectos negativos que de ello deriva cara a la futura revisión de la Directiva, establecida para 2011 y que justamente por causa del fracaso que está teniendo la armonización europea de las OPAs, como comparte SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., "Informe de la Comisión Europea sobre la transposición de la Directiva de OPAs", *RDBB*, nº 105, enero-marzo 2007, pp. 201-202, ya se anticipa en dicho Informe que va a tener que anticiparse.

<sup>17</sup> ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "La suspensión...", *ob. cit.*,

<sup>18</sup> Tesis de ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "Las ofertas...", *ob. cit.*, p. 49, cuando, al analizar el Real Decreto 1197/1991, rotundamente sostenía que "la referencia (de la actuación de los administradores) no puede ser el interés social, sino, por el contrario, el interés de todos y cada uno de los accionistas", planteando una especie de lucha de intereses contrapuestos, el social y el de los accionistas -hoy, como expongo en este trabajo, la previsión legal es muy diferente-, y del Excmo. Sr. D. Ramón López Trillo, en su voto particular al Auto del Pleno de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 28 de abril de 2006 (Ponente: Excmo. Sr. D. Óscar González González; *RJA* 2006/1956), al estudiar además el artículo 9.2 de la Directiva 2000/35/CE.

<sup>19</sup> A información pública en la *web* del Ministerio de Economía y Hacienda desde el 20 de abril al 10 de mayo de 2007.

estimarse afectados por las decisiones que se vayan a tomar en relación con una OPA por los administradores de la sociedad afectada. Es más, a esta última concepción entiendo que también coadyuva la Recomendación 7 CUBG cuando, si bien primero parece que adopta la concepción contractualista del interés social, interés social = "interés común de los accionistas" o "interés del accionista común", inmediatamente aclara que también los administradores han de tener en cuenta "los (intereses) de otros grupos implicados en la empresa y los de la propia comunidad en que se ubica", intereses, a mi juicio, englobables, salvo el último de ellos como antes he expuesto, en la "sociedad en su conjunto" que dice la EM de la LRMV<sup>21</sup>.

Entiendo que, por otra parte, la expansión de los intereses que deben regir la conducta de los administradores de la sociedad afectada no va más allá, de modo que la referida remisión a la sociedad en su conjunto debe entenderse comprensiva de lo que es la sociedad afectada en sí<sup>22</sup>, no de la sociedad como marco social en el que se desenvuelve la sociedad de capital lo que, a mi entender, impide que pueda interpretarse que exista una remisión a la defensa del interés público por parte de los administradores de la sociedad afectada en las actuaciones que deben realizar mientras dura el proceso de la OPA<sup>23</sup>.

Por último, no cabe duda de que la reforma de la LMV somete los administradores de la sociedad afectada al principio de protección de intereses ajenos, consecuencia de lo cual es su genérico y parcial deber de abstención o de conducta negativa, combinado con un deber de limitada actuación tasada, justamente para evitar su más mínima injerencia negativa en la composición del accionariado<sup>24</sup>.

### **3.- Artículo 60 bis.1 LMV.**

#### **3.A.- Aproximación al significado del precepto. El mito de la pasividad.**

Para tener una inicial idea de conjunto en lo que respecta a las medidas defensivas que pueda tomar el Consejo de Administración de la opada ante una OPA hostil, debe partirse de que el artículo 60 bis LMV exige que cualquier actuación que pueda impedir el éxito de una OPA cuente con la autorización previa de la Junta General de Accionistas, otorgada de acuerdo con lo establecido en la Ley de Sociedades Anónimas para los supuestos de modificaciones estatutarias y otras

<sup>20</sup> No el interés particular de los administradores en preservar la estructura de las empresas, con ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "La suspensión...", ob. cit.

<sup>21</sup> Más restringidamente, cfr. ESTEBAN VELASCO, G., "Reorganización de la composición del Consejo: clases de consejeros, en particular los consejeros independientes (Recomendaciones 7 y 9 a 15)", *RdS*, nº 27, 2006-2, pp. 111-113, para quien se está ante el acogimiento de la "interpretación contractualista moderada" del interés social.

<sup>22</sup> Como lo dice el artículo 28.1.1 PROPRA *in fine*: "defensa de los intereses de la sociedad *afectada* en su conjunto" (la cursiva es mía).

<sup>23</sup> Cfr. ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "La suspensión...", ob. cit.

<sup>24</sup> FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., "Alcance...", ob. cit., p. 308, a propósito del acogimiento de tal principio en el Derecho comunitario.



cuestiones de especial relevancia (artículo 103 de la LSA). Consecuentemente, no se adopta en nuestro régimen jurídico un sistema de interdicción de adopción de toda clase de medida defensiva, sino que se busca reequilibrar las posiciones de sociedad oferente y sociedad afectada a través de un régimen particular que permite, con ciertos requisitos y en cierto modo, tales medidas<sup>25</sup>.

Tal precepto es prácticamente transposición directa y voluntaria (fruto de la propuesta portuguesa que, plasmada en el artículo 12 de la Directiva 2004/25/CE, consiguió el desbloqueo de la aprobación de la Directiva a costa de reducir enormemente su contenido armonizador, convertido en un sistema de elección de los Estados o *pro-choice regime*<sup>26</sup>) del artículo 9.2 de la Directiva 2004/25/CE<sup>27</sup>.

De esta forma se reconoce legalmente, a primera vista, la regla de la pasividad. Ahora bien, tal reconocimiento nunca lo ha sido en sentido absoluto, dada la diligente gestión activa que se exige a los administradores<sup>28</sup>, y menos lo es en la actualidad, a la vista especialmente de la nueva regulación que, como se podrá comprobar en las siguientes páginas y como ya he adelantado en parte con anterioridad, arranca en su frontispicio de la admisión de una actuación de los administradores en beneficio del interés de la sociedad en su conjunto<sup>29</sup>, además admite expresamente ciertas actuaciones de los administradores y en todo caso les atribuye una nada marginal función de iniciativa, que es exclusiva salvo que haya convocatoria judicial de la Junta General (artículo 101 LSA)<sup>30</sup>, en la adopción de estrategias defensivas, sujeta eso sí a la decisión última de dicha Junta General<sup>31</sup>. Por ello quizás pudiera ser más esclarecedor considerar que el artículo 60 bis.1 LMV, más que plasmar legalmente el deber de pasividad, lo que hace es establecer un deber genérico de autorización previa de la Junta General respecto de algunas, ni tan siquiera todas, actuaciones de los administradores de la sociedad afectada<sup>32</sup>. Estamos ante una opción legislativa que en otros países se ha considerado que llega incluso a mejorar la imagen financiera de

<sup>25</sup> Como indicó en su momento D'AMBROSIO, R., *Il Testa Unico della Intermediazione Finanziaria. Commentario al D.Lgs. 24 febbraio 1998, n. 58*, a cura di C. Rabitti Bedogni, Giuffrè, Milán, 1998, p. 594.

<sup>26</sup> Al respecto, GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La Oferta...", ob. cit., pp. 80-81 y 83-84.

<sup>27</sup> Precepto identificado en la doctrina comparada como ultraliberal por MARTIN LAPRADE, F. y G. GIULIANI, "La réforme des offres publiques d'acquisition", *Revue de Droit Bancaire et Financier*, noviembre-diciembre 2006, p. 56, al tiempo que califican críticamente su transposición en Francia de inútil, injusta y peligrosa.

<sup>28</sup> Como insistía en ello SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Deber...", ob. cit., p. 2182.

<sup>29</sup> Hay un deber de conducta positivo (contrapasividad, pues), como ya advirtiera ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "Las ofertas...", ob. cit., p. 49, al estudiar el Real Decreto 1197/1991.

<sup>30</sup> Como razona DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., p. 99, en la doctrina italiana.

<sup>31</sup> Comparto la advertencia que en este sentido efectúan QUATRARO, B. y L. G. PICONE, *Manuale teorico-pratico delle offerte pubbliche di acquisto e scambio*, 2ª edición, Giuffrè, Milán, 2004, p. 25 y DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., pp. 124-125, a propósito del similar régimen interno italiano. En la doctrina española, vid. también GUERRA MARTÍN, G., "Medidas...", ob. cit., p. 776, y su referencia a la facultad de convocatoria de la Junta General para decidir las medidas defensivas, como ya antes habían sostenido FERNÁNDEZ-ARMESTO, J. y L. DE CARLOS BERTRÁN, *El Derecho del mercado financiero*, Civitas, Madrid, 1992, p. 571.

<sup>32</sup> De hecho, y en esta línea, para VICENT CHULIÀ, F., *Introducción...*, ob. cit., p. 954, la nueva legislación española "sustituye el deber de pasividad... por el de autorización previa de la Junta General". Cfr. PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO, B., "Pros y contras de la reforma de la Ley de opas", diario *Cinco Días*, 30 de junio de 2006, consultado en su versión electrónica en [www.cincodias.com](http://www.cincodias.com), donde defiende que en la nueva legislación "se refuerza y se define con mayor claridad el deber de pasividad". En una posición intermedia también puede consultarse FERNÁNDEZ DE LA GANDARA, L., "Cambios de control y obligación de OPA", *Derecho de Sociedades Anónimas cotizadas*, tomo II, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2006, p. 1364, que al comentar la Directiva 2004/25/CE, entiende que mantiene, sin reforzarla, la regla de pasividad.

un Estado ante los inversores extranjeros<sup>33</sup>. Es, además, una opción legislativa que, a mi juicio, puede ayudar a que las OPAs satisfagan en mayor grado el mercado de control societario de los administradores incompetentes o fraudulentos, al disminuir el poder de éstos para oponerse con éxito a la OPA<sup>34</sup>.

Tal pasividad, o mejor deber de autorización previa, sigue siendo calificada doctrinalmente de pieza angular del sistema<sup>35</sup>, cuya admisión o no tantos debates ocasionó durante la larga peripecia de la aprobación de la Directiva 2004/25/CE<sup>36</sup>, precisada, a mi juicio, de analizar en toda su extensión por las interesantes cuestiones interpretativas que su aplicación práctica encierra.

Nótese, en fin y para concluir con esta primera aproximación genérica al artículo 60 bis.1 LMV, que el legislador español optó por regular el deber de pasividad de los administradores a través de una norma imperativa<sup>37</sup>, desechando otra solución, apuntada en la doctrina, que defendía la importación a nuestro Ordenamiento jurídico de la regla del juicio de negocio o *business judgment rule*, elaborada por la jurisprudencia norteamericana especialmente del Estado de Delaware, para así permitir a cada sociedad que pudiera individualmente derogar la regla de la pasividad mediante la decisión por mayoría reforzada de su Junta General de Accionistas, quedando entonces las facultades de actuación de sus administradores solamente

<sup>33</sup> Como se defendió en el informe Lepetit, previo a la aprobación de la Ley francesa de 31 de marzo de 2006, que transpuso la Directiva 2004/25/CE. Sobre dicha Ley, *vid.*, en la doctrina española, una primera aproximación de MUÑOZ PÉREZ, A. F., "Aprobación por el legislador francés de la Ley núm. 2006-387 de 31 de marzo de 2006 relativa a las ofertas públicas de adquisición", *RdS*, nº 26, 2006-1, pp. 655-664, compartiendo, *loc. ult. cit.*, p. 658 –exactamente igual en "Ley francesa núm. 2006-387, de 31 de marzo de 2006, relativa a las ofertas públicas de adquisición", *RdS*, nº 27, 2006-2, pp. 572-573-, la referida mejora de imagen del régimen francés y destacando la especialidad que supone la admisión de que la Asamblea General de la afectada pueda acordar la emisión de bonos de suscripción de acciones o bonos bretones –una medida introducida a última hora, en el Senado, en segunda lectura en febrero de 2006, fruto de la polémica levantada con la OPA de "ENEL" sobre "SUEZ" y de una posible OPA de "PEPSI" sobre "DANONE" así como del denominado "patriotismo económico", según destacan GOYET, Ch., N. RONTCHEVSKY y M. STORCK, "Droit des marchés financiers", *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Économique*, abril-junio 2006, p. 438, y respecto de la que se puede encontrar un ejemplo práctico, con incidencia sobre una empresa española, con motivo de la emisión de tales bonos, como medida defensiva anti-OPA por parte de la Junta de Accionistas de 18 de abril de 2007 de "EIFFAGE" con motivo del lanzamiento de una OPA contra la misma por parte de "SACYR-VALLEHERMOSO" ([www.expansion.com/edicion/exp/empresas/es/desarrollo/965727.html](http://www.expansion.com/edicion/exp/empresas/es/desarrollo/965727.html))- como instrumento de negociación y de defensa anti-OPA, mediante la redacción del artículo 233-32 *Code de commerce*, según destacan en la doctrina científica francesa LE NABASQUE, H., "Mesures de défense anti-OPA depuis la loi nº 2006-387 du 31 mars 2006", *Revue des Sociétés*, abril-junio 2006, p. 239, LE NABASQUE, H. y Ph. PORTIER, "Mesures de défense contre une OPA <<hostile>>", *Revue de Droit Bancaire et Financier*, nº 3, mayo-junio 2006, p. 38 y GOYET, Ch., N. RONTCHEVSKY y M. STORCK, "Droit...", *ob. cit.*, pp. 442-443, tratándose de una opción ya criticada en el *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids* de 21 de febrero de 2007, por causa de que puede retrasar la emergencia de un mercado de control corporativo.

<sup>34</sup> *Sensu contrario*, GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., *La distribución y el control del poder en las sociedades cotizadas y los inversores institucionales*, Publicaciones del Real Colegio de España, Bolonia, 2002, pp. 93-94.

<sup>35</sup> "Key provision" para el *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids* de 21 de febrero de 2007.

<sup>36</sup> Sobre tal peripecia, calificada marineramente de "quebrada derrota" o "difícil travesía" o también gráficamente de "larga marcha" o de "el parto de los montes", *vid.*, por ejemplo, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., "Alcance...", *ob. cit.*, pp. 313-314 y "Cambios de control...", *ob. cit.*, pp. 1360-1363, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Deber...", *ob. cit.*, p. 2186, BENEYTO, J. M<sup>a</sup> y J. PUENTE, *La oferta pública de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado*, Universidad San Pablo-CEU, Instituto de Estudios Europeos, Madrid, 2005, pp. 5-26, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., *La armonización disgregante: la Directiva de OPAs y el principio de neutralización de medidas defensivas*, *Documentos de trabajo del Departamento de Derecho mercantil. Facultad de Derecho. Universidad Complutense*, 2006/3, mayo 2006, [www.ucm.es/e-prints](http://www.ucm.es/e-prints), pp. 3 y 8-9 –con abundante referencia bibliográfica sobre la Propuesta de Directiva inicialmente rechazada en nota (2)-, VICENT CHULIÀ, F., *Introducción...*, *ob. cit.*, pp. 951-952 y GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La Oferta...", *ob. cit.*, pp. 75-77. En la doctrina comparada es muy completo el recorrido histórico que hace DESANA, E., *OPA...*, *ob. cit.*, pp. 62-68.

<sup>37</sup> En contra, GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia...", *ob. cit.*, pp. 6-7, quienes, en todo caso, no dejan claro si su aceptación de la solución alemana de permitir a la Junta General la atribución de competencias a los administradores para adoptar medidas anti-OPA durante un plazo de hasta 18 meses, es o no aplicable en España a la vista del artículo 60 bis.2 LMV, posibilidad a mi entender admisible por la dicción del último párrafo del artículo 60 bis.2 LMV; para una visión crítica de tal opción *vid.* el *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids* de 21 de febrero de 2007, pues considera que con ella se incrementa la probabilidad de un abuso potencial de los administradores en detrimento de los intereses de los accionistas, quienes pierden la posibilidad de tener un control inmediato sobre la validez de las medidas defensivas, máxime en países como España que ya exigían la neutralidad.

sujetas al cumplimiento de sus deberes fiduciarios<sup>38</sup>. Y entiendo que tal solución, en aras de la necesaria seguridad jurídica y de la mejor protección de los intereses de los accionistas, especialmente de los minoritarios, resulta acertada, al menos en tanto no se entregue, si es que se hace algún día, el control de los Consejos de Administración de las sociedades cotizadas a auténticos consejeros independientes que actuasen con total y absoluta independencia y altruismo en este delicadísimo momento de la vida de una sociedad cotizada, cuestión sobre la que volveré *infra* con mayor detalle.

De darse estas condiciones, y quizás también si el control se atribuye *ex lege* a independientes y dominicales (en quienes habrá que entender que la defensa de los intereses de los accionistas dominicales puede estar alineada en este ámbito de las OPAS con los minoritarios en el afán de todos ellos de conseguir el máximo precio por su inversión<sup>39</sup>, aunque respecto de los mismos concurren factores que pueden disminuir su utilidad en este caso respecto de los independientes, tal y como refiero en otros pasajes de este mismo trabajo), sin duda podría desaparecer ese desfavor con el que se ve a los administradores, preconfigurados como una especie de mercenarios incapaces de tomar en consideración otros intereses distintos de los suyos propios, idea que a juicio de un sector de la doctrina subyace injustamente en la normativa comunitaria de sanción del deber de pasividad de los administradores<sup>40</sup>, pero que, a mi juicio, la práctica, desgraciadamente y en no pocas ocasiones, muestra real.

### 3.B.- Ámbito subjetivo.

El ámbito subjetivo del artículo 60 bis.1 LMV comprende a:

- a) los integrantes de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada, siendo la referencia a estos últimos consecuencia obligada de la

<sup>38</sup> Así, PAREDES GALEGO, C., "Reflexiones sobre la anunciada nueva normativa de OPAS", *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, número extraordinario 2006, *Homenaje al Profesor Rodrigo Uría González en el centenario de su nacimiento*, p. 149, donde aprovecha para recordar el funcionamiento de la *business judgment rule* en nota (12), ya revisada anteriormente de forma crítica por SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Deber...", ob. cit., p. 2179, a la vista del espacio de actuación autónoma tan enorme del que dota a los administradores, por VICENT CHULIÀ, F., *Introducción...*, ob. cit., p. 951, al destacar que genera un complejo casuismo judicial y un trabajo muy difícil y especializado para los abogados -en este último sentido, también GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia...", ob. cit., pp. 9 y 38, donde además destacan que los abogados de pleitos tienen unos intereses que no están alineados en materia de mercado de valores con el interés social- a la hora de desentrañar si las barreras que frustran la OPA son o no lícitas, y anteriormente por GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Los recursos...", ob. cit., pp. 428-430, con profusa cita de doctrina y práctica norteamericanas en aplicación de la precitada regla y GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona", *RDBB*, 1991, pp. 362-363, así como, más recientemente, por GUERRA MARTÍN G., *El gobierno de las sociedades cotizadas estadounidenses. Su influencia en el movimiento de reforma del Derecho Europeo*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, Navarra, 2003, p. 151, nota (126) y, por ejemplo, en la doctrina comparada, por HOPT, K. J., "Derechos y obligaciones de la dirección en relación con la <<composición del accionariado>>". Acerca del deber de neutralidad frente a una oferta pública de adquisición y a otros supuestos de cambios de socios", traducción de J. M. Embid Irujo y A. Recalde Castells, *RDM*, 1991, pp. 871-872, desde la perspectiva del Derecho alemán, o DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., pp. 28 y 33-38, más centrada en analizar lo que es la aplicación de la citada regla en Estados Unidos o, finalmente, FLEISCHER, H., "La <<business judgment rule>> a la luz de la comparación jurídica", *RDM*, nº 246, octubre-diciembre 2002, pp. 1727-1753, desde una perspectiva comparada.

<sup>39</sup> Aun sin denominarlos así, ya hace más de tres lustros GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "Tácticas defensivas...", ob. cit., p. 383, advertía que la evidencia empírica demostraba que los administradores que contaban con importantes paquetes accionariales no solían oponer resistencia a una OPA, frente a los que tenían acciones o tenían sólo una pequeña participación, quienes eran los más dados al uso de tácticas defensivas. Todo ello siempre, por supuesto, que el interés de tales dominicales como administradores no prime sobre su condición de accionistas o bien que sus intereses como tales dominicales les impliquen intereses egoístas derivados del control de la sociedad que tampoco tienen nada que ver con los minoritarios, como ya advirtió, desconfiando de su conducta, DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., p. 42 y de ahí mi preferencia, ya antes anunciada, por el papel en este punto de los consejeros independientes.

<sup>40</sup> Concepción injusta de los administradores para MARTÍN LAPRADE, F. y G. GIULIANI, "La réformé...", ob. cit., p. 56.

incorporación del sistema de administración dual a la Sociedad Anónima Europea domiciliada en España en los artículos 327 a 338 de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, sobre Sociedad Anónima Europea domiciliada en España, y habiéndose aclarado en el párrafo tercero del artículo 60 bis.1 LMV que se entienden también comprendidos a los integrantes del consejo de control<sup>41</sup>. Sigue faltando la referencia expresa a los apoderados generales o gerentes, quienes no resultan afectados por la Ley que vengo a analizar, aunque sí por el artículo 28.1.3 PROPA cuando también contempla a quienes pudieran actuar concertadamente con todos los demás sujetos objeto del deber de pasividad, pero quienes además habrán de quedar bloqueados por los administradores, pues estos últimos deben responder de que los primeros observen las restricciones a su capacidad de actuación<sup>42</sup>;

- b) los integrantes de los órganos de administración y dirección de las sociedades integradas en el mismo grupo que la sociedad afectada. Esta previsión es novedosa en la legislación española respecto del artículo 9.2 de la Directiva 2004/25/CE. Ya no se trata de entender sólo que la actuación de las sociedades filiales es actuación de los órganos de administración de la dominante afectada por la oferta<sup>43</sup>, sino también de proyectar el precepto sobre los propios administradores de la sociedad filial, aun para el caso de que se estimase que tales administradores actuasen con independencia de criterio respecto de los de la dominante opada. Con esta nueva previsión se salva uno de los problemas de la operatividad de la regla de la pasividad, pero queda sin resolver otro ya apuntado por la doctrina comparada, consistente en el voto expreso de los administradores de la controlante en la controlada para disturbar la OPA sobre la controlante mediante la compra de acciones de esta última por la controlada, supuesto que, a mi juicio, sigue sin estar tratado a nivel legal y prohibido por la LMV, pues considero que no es posible hacer una interpretación extensiva de una norma restrictiva de los derechos de los administradores<sup>44</sup>, dirigiéndose a integrar

<sup>41</sup> Esta referencia expresa fue introducida con la admisión de la enmienda nº 27 del Grupo Parlamentario Popular en el Congreso (*Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados*, VIII Legislatura, Serie A: Proyectos de Ley, 29 de noviembre de 2006, núm. 108-6), justificada como mejora técnica del precepto inicialmente proyectado, que efectivamente presentaba esa laguna, tal como puso de relieve en la doctrina GUERRA MARTÍN, G., "La transposición al Derecho español de la Directiva sobre OPAS (El Proyecto de Ley, de 13 de octubre de 2006, de reforma de la Ley del Mercado de Valores)", *RdS*, nº 27, 2006-2, p. 173, partidario de que también el título del precepto legal mencionase al consejo de control, lo que ciertamente hubiese sido más expresivo del contenido del artículo.

<sup>42</sup> Comparto el clásico razonamiento de ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "Las ofertas...", ob. cit., p. 50.

<sup>43</sup> GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2728, refiere tal presunción *iuris et de iure* a la vista del antiguo régimen de OPAs, elogiado en la doctrina comparada por VOGLER GUINÉ, O., "A Transposição da Directiva 2004/25/CE e a limitação dos poderes do órgão de administração da sociedade visada", *Cadernos do Mercado de Valores Mobiliários*, nº 22, diciembre, 2005, p. 34.

<sup>44</sup> Cfr. la interpretación extensiva, para cubrir dicho supuesto y exigirle también la aprobación de la Asamblea General de la sociedad controlante, de DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., pp. 118-119, al tiempo que reconoce también la posición contraria mantenida por otro sector de la doctrina italiana. Por el contrario, en la doctrina española, partidario de una interpretación restrictiva de todas las limitaciones al poder de decisión de los administradores en relación con las medidas defensivas, GUERRA MARTÍN, G., "Medidas...", ob. cit., p. 775.

tal laguna el artículo 28.1.b PROPA, al prohibir a los administradores de la afectada el fomento de la compra de valores que puedan impedir el éxito de la OPA

### **3.C.- Ámbito objetivo. El informe o dictamen de los administradores de la sociedad afectada previsto en el artículo 60 bis.3 LMV.**

El ámbito objetivo del artículo 60 bis.1 LMV viene constituido por:

- a) las actuaciones<sup>45</sup> de los órganos de administración y dirección de la sociedad afectada que puedan impedir el éxito de la OPA. En este punto la Ley opta, inicialmente parece que de forma clara aunque más adelante la claridad se nubla, por la regla de la pasividad, atribuyendo a los accionistas, reunidos en Junta, toda la capacidad de decisión al respecto de la adopción de medidas defensivas en general. La Ley no enumera cuáles pueden ser tales, por lo que habrá que primero partir de que deben entenderse comprendidos exclusivamente los actos jurídicos –comportamientos productores de efectos constitutivos, modificativos o extintivos de situaciones jurídicas, ya inmediatos, ya sujetos a condición, término o modo- y las operaciones (expresamente contempladas en el artículo 28.3.a PROPA, aunque no lo estén inicialmente en el artículo 28.1 PROPA), en cuanto que serie de actos coligados para la consecución de un objetivo jurídico que podría no obtenerse con la consideración aislada de cada acto, debiendo extraerse, *sensu contrario*, que no se paraliza completamente la vida de la sociedad opada<sup>46</sup>. Más en concreto, hay que seguir acudiendo a las enumeraciones doctrinales (en tanto que *de lege ferenda* debe estarse al artículo 28.1.4 PROPA), donde se vienen a incluir supuestos algunos de los cuales vienen vedados a los administradores, no tanto ya por la aplicación de la legislación específica de OPAS cuanto que por sus deberes de actuación diligente previstos en la legislación de sociedades de capital: los aumentos del capital para elevar el coste de la toma de control de la sociedad por el opante; la venta o gravamen de los activos más importantes de la sociedad (las "joyas de la corona")<sup>47</sup>, que hacen perder el interés objetivo del opante sobre la misma; la asunción de endeudamientos considerables mediante la adquisición de activos muy onerosos para la sociedad; la conclusión de

<sup>45</sup> Como defiende GUERRA MARTÍN, G., "La transposición...", ob. cit., p. 174 -con el dictamen del Consejo de Estado al Anteproyecto de Ley (expediente 1551/2006), aprobado 28 de septiembre de 2006-, mejor que el concepto de acciones que refería el Anteproyecto de Ley, con lo que se evita creer que se está haciendo refiriendo al ejercicio de acciones judiciales.

<sup>46</sup> Acudo a la concepción de actos y operaciones a estos efectos de la Comunicación de la Consob de 18 de mayo de 1999 (accesible en [www.consob.it/main/documenti/bolletino\\_normativa/99039392.htm](http://www.consob.it/main/documenti/bolletino_normativa/99039392.htm)).

<sup>47</sup> Son las enajenaciones de parcelas importantes del activo social a que se refiere el artículo 182.2.b del Código de valores mobiliarios portugués.

contratos desfavorables para la sociedad; la publicación de informes dirigidos a los accionistas para que no acudan a la oferta; la adquisición de propias acciones por la sociedad para evitar que el opante pueda alcanzar la mayoría deseada; la venta de acciones de la oferente si hay canje de acciones, pues se incide en la cotización de tales acciones y se desestabiliza indirectamente el valor de la oferta; lanzar una OPA contra la sociedad oferente; adquirir otras sociedades o negocios para disminuir el atractivo del negocio de la opada o incluso hacerla incurrir en situaciones ilegales por infracción de normas de defensa de la competencia<sup>48</sup>; recurrir administrativa o judicialmente la OPA<sup>4950</sup>;

- b) en particular, las emisiones de valores, pero sólo aquellas que puedan impedir que el oferente obtenga el control de la sociedad afectada, en el bien entendido sentido de que se está haciendo aquí referencia al éxito de la OPA. Dado que la competencia de acordar los aumentos del capital social es exclusivo de la Junta General nada añadiría la nueva Ley atribuyendo a dicho órgano la adopción de su decisión en tal materia, por lo que debe sobreentenderse que en este punto la Ley se está refiriendo a los supuestos de capital autorizado, esto es, aquellos en los que, conforme al artículo 153.b LSA, la Junta General de Accionistas haya delegado en los

<sup>48</sup> Como ejemplo práctico *vid.* el Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 3 de Madrid de 21 de marzo de 2006 (Iltma. Sra. D<sup>a</sup>. Miriam Iglesias García; AC 2006/352), posteriormente revocado por el Auto de la Sección 28<sup>a</sup> de la Audiencia Provincial de Madrid de 15 de enero de 2007 (Ponente: Iltmo. Sr. D. Enrique García García; accesible en la página web [www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)), por entender que no concurría apariencia de buen derecho en las pretensiones de "ENDESA", al tiempo que reconoció, lo que más me interesa a estos efectos, que la formulación judicial de dichas pretensiones implicaba que "ENDESA" ha tratado de utilizar todo su arsenal contra la operación emprendida por "GAS NATURAL", planteando también sus pretensiones ante los Juzgados de lo Mercantil". Sin abandonar la OPA de "ENDESA" *vid.* también ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "La suspensión...", *ob. cit.*, donde se ocupa del Auto de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 28 de abril de 2006, atinente al recurso interpuesto por la misma "ENDESA" contra el acuerdo del Consejo de Ministros y en concreto a la solicitud de suspensión del mismo, y destaca que se está ante uno de los ejemplos de obstáculos puestos al desarrollo de la OPA por los administradores de la opada.

<sup>49</sup> Respecto de este último supuesto en concreto, que convierte una batalla bursátil en una batalla judicial, CARREAU, D. y J.-Y. MARTIN, "Los mecanismos de defensa anti-OPA en Francia", traducción de R. Menéndez y C. Sabas, *RDM*, 1991, pp. 13-136 -de quienes tomo su gráfica imagen- y ya en la doctrina española *vid. in extenso* GONZÁLEZ-VARAS IBÁÑEZ, S., "Controles...", *ob. cit.*, pp. 263-274 y esp. GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Los recursos...", *ob. cit.*, pp. 432-464 -a quien se adhieren GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAPE, "La eficacia...", *ob. cit.*, p. 33, nota (44)-, este último partidario de negar a los administradores la posibilidad de ejercitar tales acciones, que reserva a la Junta General de Accionistas, si bien más tarde en GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "OPAs y el deber de pasividad de los administradores", [http://www.ideas-empresariales.com/94/93\\_inmi\\_05.htm](http://www.ideas-empresariales.com/94/93_inmi_05.htm), alcanza la conclusión de que el ejercicio de tales acciones judiciales no es medida defensiva que infrinja el deber de pasividad, argumentando que "el ejercicio de acciones judiciales sólo es susceptible de "perturbar" la OPA en caso de que las mismas sean estimadas, en cuyo caso el posible efecto perturbador sería directamente imputable a la infracción legal cometida por el oferente y apreciada por los tribunales", olvidando el efecto perturbador que, a mi juicio, produce por sí la pendencia judicial.

<sup>50</sup> Sigo básicamente el elenco de supuestos que aporta GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>, "La actuación...", *ob. cit.*, pp. 2726-2727, que analiza más detalladamente en *loc. cit.*, pp. 2735 y ss., pero que exceden del ámbito material de este objeto de estudio circunscrito de propósito al interesante y complejo nuevo artículo 60 bis LMV; más sintéticamente *vid.* también los enunciados de supuestos que hacen SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Deber...", *ob. cit.*, p. 2174 y con mayor extensión, al tiempo que refiere la lista norteamericana o lista de Lipton y la lista europea o lista de Winter (*vid.* en este último sentido el Informe del Grupo de expertos de alto nivel de Derecho de Sociedades de la Comisión Europea, de 10 de enero de 2002, en adelante Informe Winter 2002, traducido por J. M<sup>a</sup>. Garrido García, en *RDBB*, nº 89, enero-marzo 2003, pp. 277 y ss.), VICENT CHULIÀ, F., *Introducción...*, *ob. cit.*, pp. 960-961, en tanto que se ocupa de enunciar los ejemplos de la práctica norteamericana GUERRA MARTÍN G., *El gobierno...*, *ob. cit.*, p. 152, nota (127). En la doctrina comparada, *vid.* también una enumeración muy similar de medidas defensivas de competencia exclusiva de la Asamblea ordinaria o extraordinaria, según su índole, en CARREAU, D. y J.-Y. MARTIN, "Los mecanismos...", *ob. cit.* pp. 110-125 y LE NABASQUE, H., "Mesures de défense...", *ob. cit.*, p. 258, en la doctrina francesa anterior y posterior a la reforma de 2006, o en la doctrina italiana, detalladamente, PERUGINO, S., "<<Passivity rule>> e D. Lgs. N. 6/2003", *Le Società*, nº 12, 2004, pp. 1484-1492 y más sintéticamente MONTAGNANI, M., *Acquisto...*, *ob. cit.*, pp. 31-33, en la línea de la comunicación de la Consob de 18 de mayo de 1999.

Para una clasificación sistemática moderna de las medidas defensivas *vid.* GUERRA MARTÍN, G., "Medidas...", *ob. cit.*, p. 774: por un criterio subjetivo, acordadas por la Junta o por el Consejo de Administración; por un criterio objetivo, vinculadas al capital social o patrimonio de la afectada o a los derechos de sus accionistas; y por un criterio temporal, antes de la formulación de OPA o durante la misma, en realidad, las primeras de estas últimas, tácticas defensivas.

administradores la realización del aumento del capital social<sup>51</sup>. Tradicionalmente en la doctrina se vino entendiendo que bajo la referencia genérica a la emisión de valores (píldoras venenosas o *poison pills*<sup>52</sup>) se debían entender comprendidas acciones, obligaciones convertibles, *warrants* sobre acciones u obligaciones aunque estas últimas no sean convertibles, ya que se consideraba que en tanto si se emiten acciones se encarece la adquisición o control de la sociedad, al aumentar el número o valor de las acciones, si se emiten obligaciones se aumenta el pasivo de la sociedad y con ello se pueden destruir las expectativas de la sociedad oferente<sup>53</sup>. Pero ahora la situación es distinta, porque la Ley vincula la emisión de valores exclusivamente a un efecto perturbador del éxito de la OPA, el efecto de impedir el control de la sociedad afectada. Por este motivo entiendo que aquí sólo se está haciendo referencia a la emisión de acciones, obligaciones convertibles y *warrants*<sup>54</sup>, que es la actuación que puede impedir el control de la sociedad afectada por la opante, ya que la emisión de obligaciones y asimilados lo que puede hacer es perder atractivo al control de la sociedad pero no impide materialmente nada, no exige un mayor esfuerzo *prima facie* al opante, aunque indirectamente sí lo pueda suponer en la medida en que implica la asunción de un pasivo más cuantioso que aquél que en principio soportaba la sociedad opada por lo que habrán de remitirse al supuesto analizando bajo la letra a) precedente;

- c) por último, expresamente se excluye del precepto que vengo analizando y, por tanto, de la interdicción de actuación de la administración de la sociedad afectada, la actuación de tales órganos de administración y dirección de la sociedad afectada en la búsqueda de otras ofertas competitivas.

En este último punto se plasma limitadamente en la Ley la denominada regla de la subasta o *auction rule*, anteriormente implícita<sup>55</sup>. Conforme a esta regla los administradores de la sociedad afectada pueden solicitar la formulación de una oferta en mejores condiciones por parte de un tercero, el caballero blanco, *white knight*

<sup>51</sup> Con ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "Las ofertas...", ob. cit., pp. 51-52 -para quien se comprenden en la prohibición tanto la delegación para integrar el acuerdo de ampliación de capital como la eficacia de la delegación para acordar el aumento, pues los administradores bajo el régimen anterior no podían integrar un acuerdo de la Junta General- y GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2734.

<sup>52</sup> Como recuerda ILLESCAS ORTIZ, R., "Por fin la Directiva OPA", *DN*, nº 166-167, julio-agosto 2004, p. 3, echando en falta en la legislación comunitaria una mayor claridad que hubiera permitido, sin duda, que el texto comunitario abarcara todas las modalidades y variaciones de medidas contraopa.

<sup>53</sup> Modalidades de valores insertables en la amplia dicción legal de emisión de valores, como ya destacaron GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2735 y VARELA VARAS, A. y J. JUSTE MENCÍA, "Adquisición...", ob. cit., p. 670.

<sup>54</sup> Como dice el artículo 182.2.b del Código de valores mobiliarios portugués "se consideran alteraciones relevantes de la situación patrimonial de la sociedad opada... la emisión de acciones o de otros valores mobiliarios que confieran derecho a su suscripción o adquisición".

<sup>55</sup> Con GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Luces y sombras del régimen de opas", diario *Expansión*, 24 de junio de 2006, p. 50.

(defensa *white knight*<sup>56</sup>) o *white squire*<sup>57</sup>, que dará lugar a un proceso competitivo en el que es factible el pago de un precio más elevado por las acciones de la sociedad<sup>58</sup>. Advierto que hablo de una plasmación limitada, toda vez que lo que el nuevo precepto legal admite es que los administradores busquen, encuentren y activen<sup>59</sup> ofertas competidoras –u oferentes concurrentes–, ahora bien, no les obliga directamente a buscar dichas ofertas competidoras. Tal ausencia de previsión legal expresa de un nuevo deber de conducta de los administradores en este punto, bien reflexionado, no tiene excesiva relevancia, porque el mismo habrá de sobreentenderse que carga a los administradores como una manifestación particularizada del deber de comportamiento diligente que con carácter general pesa sobre los mismos, en la medida en que la búsqueda de mejores ofertas competidoras permitirá evitar la infravaloración que pudiera suponer el triunfo de la primera OPA y con ello una mejor satisfacción de los intereses de los accionistas, lógicamente deseosos de obtener la mayor y mejor oferta por la compra de sus acciones<sup>60</sup>. De hecho la concepción de este deber de los administradores es la que más satisface a los partidarios del análisis económico del Derecho<sup>61</sup>.

Un efecto claramente positivo de la previsión legal que vengo analizando es que con esta nueva regulación expresa se disipan las dudas que, en la doctrina científica, se habían planteado acerca de la posibilidad de insertar la búsqueda de ofertas competidoras en el marco de las tácticas defensivas vedadas a los administradores: hoy está claro que en modo alguno existe esa veda<sup>62</sup>.

<sup>56</sup> GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La Oferta...", ob. cit., p. 82, quien además en "OPAs...", recuerda que tal denominación procede de que viene en rescate de la sociedad objeto de la oferta.

<sup>57</sup> Como puntualizan BENEYTO, J. M<sup>a</sup>. y J. PUENTE, *La oferta...*, ob. cit., p. 31.

<sup>58</sup> A propósito de tal regla, como versión modificada de la regla de la pasividad y admitida con carácter general en el Derecho comparado, por ejemplo, HOPT, K. J., "Derechos...", ob. cit., pp. 894, DE CARLOS BERTRÁN, L. y C. DE CÁRDENAS SMITH, "Obligaciones de información del órgano de administración de la sociedad afectada y limitaciones a su actuación durante una OPA", *RDBB*, 1992, p. 536, GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2724, GONZÁLEZ-VARAS IBÁÑEZ, S., "Controles...", ob. cit., p. 256, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Deber...", ob. cit., p. 2186, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., "Alcance...", ob. cit., p. 311 y MARCOS FERNÁNDEZ, F., "Cambios en la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores en España", [www.ideas-empresariales.com/ibuna1.htm](http://www.ideas-empresariales.com/ibuna1.htm).

Desde una perspectiva práctica, *vid.* KÄSTLE, F., *Defense...*, ob. cit., donde recoge diversos ejemplos que corroboran el incremento del precio obtenido por los socios de la opada como consecuencia de la presentación de la OPA competidora: en la OPA sobre Merck de una oferta inicial de 77 euros a una final de 86 euros (11,6%); en la OPA sobre Arcelor, de 28,2 a 43 euros (52,5%); en la OPA sobre Dofasco, de 56 a 71 dólares canadienses (26,8%); en la OPA sobre BAA, de 8,1 a 9,5 euros (17,3%); en la OPA sobre Endesa, de 21,3 (en efectivo más acciones de la opante) a 40 euros en efectivo (187,79%), que pasaron a ser 41 euros en la OPA posterior de "ENEL" y "ACCIONA".

<sup>59</sup> Como con mayor expresividad indica ILLESCAS ORTIZ, R., "Por fin...", ob. cit., p. 2. En esta misma línea conviene recordar la polémica carta fechada el 12 de septiembre de 2005 (luego suspendida su ejecutividad por Auto de la Sección 6<sup>a</sup> de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional de 10 de noviembre de 2005, accesible en [WWW.CNMV.ES](http://WWW.CNMV.ES)) y dirigida por la CNMV al órgano de administración de "ENDESA", en la que se reconocía que este último no estaba impedido para lograr que, en interés de sus accionistas, "inste" la presentación de ofertas competidoras, como recordó su entonces Presidente, Manuel Conthe en su discurso ante la Comisión de Economía del Congreso, Madrid, 24 de abril de 2007, difundido a través de la web [WWW.CNMV.ES](http://WWW.CNMV.ES).

<sup>60</sup> En este sentido, DE CARLOS BERTRÁN, L. y C. DE CÁRDENAS SMITH, "Obligaciones...", ob. cit., p. 536, FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L. y M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, "Limitación...", ob. cit., pp. 237-238 y GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia...", ob. cit., pp. 11-12, y en la doctrina italiana DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., pp. 102-103, recogiendo la posición defendida por la Consob. También el Informe Winter 2002. Desde una perspectiva práctica, sin salir de las OPAs sobre "ENDESA", recordar que la oferta inicial fue de 21,30 euros por acción y la última oferta competidora fue por casi el doble, 41 euros por acción.

<sup>61</sup> Como recuerda, sin tomar partido, GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "Tácticas defensivas...", ob. cit., pp. 358-359.

<sup>62</sup> Duda apuntada en la doctrina por GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2743, para rechazarla, también teniendo en cuenta que no se trata de actos jurídicos, sino de actividades de los administradores, y que no eran susceptibles de control en modo alguno. En el mismo sentido de rechazo, fundamentalmente porque las ofertas competidoras logran el mismo objetivo que la interdicción de medidas defensivas, proteger mejor los intereses de los accionistas de la opada, GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "OPAs...", ob. cit. En la doctrina comparada también MUCCIARELLI, F. M., *White knights and black knights. Does the search for competitive bids always benefit the shareholders of <<target>> companies?*, working paper, Bolonia, abril 2006, pp. 8-9,



Ahora bien, una vez que el administrador de la afectada puede buscar una oferta competidora y presentarla a los accionistas, sigue sin regularse en la LMV cuál es la conducta que deben seguir tales administradores en relación con ambas ofertas. Hasta ahora en nuestra doctrina se ha venido defendiendo que el deber de pasividad comprende también, en este momento, un deber de neutralidad, entendido en el sentido de que la actitud de los administradores respecto de la oferta u ofertas presentadas no sólo debe ser pasiva, sino que además ha de ser neutral<sup>63</sup>. Por ello los administradores de la sociedad afectada, como de hecho plasma el artículo 28.3.a PROPA, se deben cuidar de que en su conducta de búsqueda de nuevos oferentes no suministren información privilegiada a quienes traten de excitar, ya que los diversos oferentes deben decidir sólo en función de la información pública de que se disponga, no de información privilegiada suministrada por los administradores de la afectada<sup>64</sup>. Con la realización de esta conducta no sólo infringirían el deber de pasividad entendido como deber de neutralidad, según se acaba de exponer, sino, fundamentalmente, el deber de reserva de información privilegiada que regula el artículo 82 LMV e incluso podría suponer una actuación de competencia desleal conforme al artículo 15 de la Ley de competencia desleal, con las responsabilidades administrativas, por infracción del primero de los preceptos citados, y civiles, por daños causados al primer oferente, que ello les acarrearía<sup>65</sup>. Por otro lado, en este supuesto sería más difícil entender infringido el deber de secreto del artículo 127 quáter LSA, porque los administradores podrían alegar que con tal información están tratando de beneficiar el interés social, en cuanto que interés de los accionistas en

---

para quien, apoyándose en doctrina alemana e italiana, la búsqueda de ofertas competidoras responde a la carga de los administradores de buscar la maximización del precio a obtener por los accionistas por la venta de sus acciones y, al mismo tiempo, es una segunda oportunidad de elección para estos últimos, que no altera el mercado y por ello no puede ser considerada como medida defensiva en sentido estricto.

<sup>63</sup> GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "OPAs y deber de neutralidad de los administradores", <http://www.jaocoteler.com/caffereggio/post/2006/11/11/opas-y-deber-neutralidad-los-administradores-jose>, para quien "este principio está enunciado de manera muy clara en el *City Code* londinense, y podemos considerarlo implícito en la regulación española. Así pues, los administradores han de permanecer pasivos y no deben otorgar ventajas a ninguno de los participantes en la subasta por el control de la sociedad" y es, a su vez, consecuencia de otro principio que también refiere el Profesor GARRIDO, pues "esta igualdad de los competidores (*par conditio concurrentium*) representa un principio básico del Derecho del Mercado de Valores y del Derecho de la Competencia"; en la doctrina alemana *vid.* la identificación entre pasividad y neutralidad general o abstracta en HOPT, K. J., "Derechos...", *ob. cit.*, pp. 879-881.

<sup>64</sup> Así, Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Barcelona de 25 de octubre de 2006 (Ponente: Ilmo. Sr. D. Enrique Grande Bustos; AC 2007/248), cuando al analizar y aceptar una parte sustancial (cuya consulta es de especial interés práctico, básicamente a efectos de Derecho de la competencia, por la minuciosidad con la que son solicitadas y acordadas) de las diligencias preliminares por competencia desleal planteadas por "GAS NATURAL" en la OPA a "ENDESA", sostuvo que la "Oferta (léase, además, competidora de <<E.ON>>)", para no infringir las normas reguladoras del Mercado de Valores, debía realizarse exclusivamente valorando la información pública de <<ENDESA>>, información que era común a <<GAS NATURAL>> y a <<E.ON>>". En la doctrina italiana, también DESANA, E., OPA..., *ob. cit.*, p. 103 y en la práctica portuguesa, *vid.* el Parecer de su CMVM de 21 de marzo de 2006, sobre los deberes de comportamiento durante la pendencia de una OPA, cuando dice: "3. A administração da sociedade visada não pode facultar informação privilegiada designadamente a potenciais oferentes concorrentes. A proibição de utilização de informação privilegiada (art. 378.º Cód.VM) tem uma aplicação da maior importância na pendência de oferta pública de aquisição. Esta regra funda-se na necessidade de respeitar a igualdade de tratamento entre investidores e de evitar assimetrias informativas. Impõe-se por isso, em termos injuntivos, o respeito por esta norma proibitiva designadamente em relação a informação a transmitir a potenciais oferentes concorrentes. Nesta medida, se há elementos sensíveis que a administração da visada pretenda transmitir a um potencial oferente, eles devem previamente ser tornados públicos".

<sup>65</sup> Así, GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "OPAs...", *ob. cit.*, cuando concluye que "si los administradores proporcionan información reservada a un potencial oferente, se estaría incumpliendo la Ley del Mercado de Valores, con las consecuencias disciplinarias que ello acarrea. Además, los administradores estarían incumpliendo el Decreto sobre Opas, al vulnerar el deber de pasividad o de neutralidad, puesto que lo único que se les permite es la búsqueda de ofertas competidoras, pero no el dar ventajas a un oferente para frustrar la oferta del otro", todo ello, en fin, para dar satisfacción "a la simetría o igualdad informativa (que) constituye la piedra de toque de cualquier mercado de valores, y la garantía del tratamiento equitativo de todos los inversores".

este momento, a lograr bien el mayor precio por sus acciones o a mantener su condición de tales a la espera de suculentos dividendos futuros o de una futura venta más lucrativa.

Vista la importancia que tiene el deber de pasividad limitada, en cuanto que neutralidad, de los administradores de la sociedad afectada en caso de OPAs competidoras considero que es necesario que, para integrar la laguna que en este aspecto presente la LMV, ha de ser su Reglamento de desarrollo el que se ocupe de su tratamiento expreso, como de hecho así lo hace.

Por último, también debe tenerse en cuenta que la regla legal de la pasividad cede ante una obligación de carácter positivo<sup>66</sup>, proyectada sobre los administradores<sup>67</sup> y consistente en emitir un informe o dictamen motivado sobre la OPA, obligación exigida *ministerio legis* y consecuencia del principio de protección de intereses ajenos (los de los accionistas, necesitados del consejo de los administradores expertos<sup>68</sup>). Estamos aquí ante lo que puede erigirse como una importantísima medida defensiva, porque el contenido del informe puede consistir en desacreditar la oferta y no recomendarla a los accionistas<sup>69</sup>, efecto que puede ser devastador para el éxito de la OPA, sobremanera en aquellos supuestos en que los administradores gocen de amplia confianza de los accionistas de la sociedad que administran. No debe confundirse este informe con los que adicionan los artículos 28.4.b y d) y 28.5.a y c) PROPA, relativos a la justificación de las medidas defensivas cara a su aprobación por la Junta General de Accionistas y a la aplicación del principio de reciprocidad, que se prevé sean puestos a disposición de los accionistas, en el domicilio social o mediante su envío gratuito a los mismos (a mi juicio, falta en este punto el suministro electrónico, mediante el acceso cifrado a través de la *web* de la sociedad), a partir del momento de la convocatoria de dichas Juntas y anunciada su puesta a disposición de los accionistas en el anuncio de sus respectivas convocatorias.

Cuando acabo de hablar de la emisión de un informe o dictamen lo hago en el sentido literal de la expresión, de modo que se contempla en la Ley que el órgano de administración emita un único informe. Ello no impide que puedan seguir incorporándose a dicho informe las opiniones discordantes individualizadas de los administradores disidentes, en el bien entendido sentido de que lo que ya no es obligatorio es que cada uno de los miembros del órgano de administración de la

<sup>66</sup> Como resalta en la doctrina italiana TUCCI, A., *Gestore dell'impresa sociale e <<supervisione>> degli azionisti. L'esperienza italiana a confronto con la disciplina delle public companies nordeamericane*, Giuffrè, Milán, 2003, p. 200.

<sup>67</sup> Faltó su proyección sobre el órgano de dirección, en su caso, como advierte GUERRA MARTÍN, G., "La transposición...", ob. cit., p. 175 y esa misma laguna la aprecio en el artículo 24 PROPA, que tanto se titula "informe del órgano de administración" como luego en el contenido del mismo siempre hace mención, exclusivamente, al "órgano de administración", lo que contrasta, por ejemplo, con el título y contenido del artículo 28 PROPA, referentes ambos a "los órganos de administración y dirección".

<sup>68</sup> HOPT, K. J., "Derechos...", ob. cit., p. 892.

<sup>69</sup> Por lo que GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La Oferta...", ob. cit., p. 82, inserta la emisión de este informe claramente en el marco de las tácticas defensivas.

sociedad afectada deba hacer constar de forma individualizada su opinión al respecto de la oferta, porque entiendo que es suficiente muestra de su opinión el voto favorable al dictamen consensuado aprobado por la mayoría<sup>70</sup>. Tal conclusión entiendo que se ve corroborada con la dicción del artículo 24.1.4 PROPA, cuando exige que los miembros del órgano de administración que estuviesen en minoría deben incorporar al informe sus opiniones, rectamente divergentes al texto del informe aprobado por la mayoría.

La razón de ser de la emisión de este dictamen se encuentra en el deseo de conseguir que los propietarios de la sociedad afectada decidan libre<sup>71</sup> e individualmente, no viéndose privados por las prerrogativas societarias de los administradores de su derecho a decidir<sup>72</sup>, en coherencia con el método democrático y plebiscitario a cuyo procedimiento responden las OPAs<sup>73</sup>, y presten un consentimiento informado<sup>74</sup>, información que se busca les sea suministrada por los administradores de la sociedad de su propiedad<sup>75</sup>, dado que se considera que tal información será un elemento fundamental a la hora de que los socios adopten una decisión, pues hay que suponer que si los socios mantienen a los administradores en sus cargos es porque confían en ellos y especialmente en sus criterios sobre la marcha de la empresa, pues son quienes mejor pueden saber si las condiciones de la oferta satisfacen o no el derecho de los accionistas a obtener lo máximo posible por sus acciones porque son quienes mejor conocen la realidad organizativa y funcional de la empresa y sus perspectivas de futuro<sup>76</sup>. A estos últimos efectos debe tenerse en cuenta la moderna doctrina científica y jurisprudencial norteamericana, nacida, cómo no, en el Estado de Delaware, que reconoce la existencia de un "hidden value" (valor oculto, escondido o intrínseco) en las empresas, que es efectivamente oculto para los accionistas y el

<sup>70</sup> Cfr. la arriba mencionada exigencia a la vista de la legislación derogada, en DE CARLOS BERTRÁN, L. y C. DE CÁRDENAS SMITH, "Obligaciones...", ob. cit., p. 527.

<sup>71</sup> Como bien dice ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "La suspensión...", ob. cit., "el sistema de la ley no respalda... la actuación de los administradores como tutores de los accionistas, suplantando su voluntad y privándoles de decidir lo que resulte más favorable a sus intereses", haciéndose eco del voto particular del Excmo. Sr. D. Ramón López Trillo al Auto del Pleno de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 28 de abril de 2006 (Ponente: Excmo. Sr. D. Óscar González González; RJA 2006/1956),

<sup>72</sup> Como ya explicitó GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Luces y sombras...", ob. cit., p. 50, tratándose de una solución peligrosa para MARTÍN LAPRADE, F. y G. GIULIANI, "La réforme...", ob. cit., p. 56, quienes dudan de que tales accionistas, que si aceptan la OPA dejarán de serlo, vayan a atender, al tomar sus decisiones, a intereses tales como los propios de la sanidad pública o de la industria nacional que también pueden estar en juego y que parecen dar a entender que podrían ser mejor atendidos por los administradores, legalmente paralizados tras la OPA.

<sup>73</sup> Por oposición al método aristocrático y representativo de las fusiones, que parten de un acuerdo inicial de los administradores de las sociedades implicadas, como resalta, en síntesis de doctrina, TAPIA HERMIDA, A. J., *Régimen jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991*, volumen I, F. Sánchez Calero (director), Centro de Documentación Bancaria y Bursátil, Madrid, 1993, p. 378 y *Métodos de concentración...*, ob. cit., p. 5 -donde además, loc. ult. cit., pp. 14-15, analiza el intermedio *scheme of arrangement*, empleado en los casos "BSCH/ABBEEY" e "IBERDROLA/SCOTTISH POWER"- y en similar sentido CACHÓN BLANCO, J. E., *Derecho del Mercado de Valores*, tomo II, Dykinson, Madrid, 1993, p. 357. De hecho, en la doctrina española SÁNCHEZ ANDRÉS, A., *Enciclopedia Jurídica Básica*, volumen III, Ind-Pro, Civitas, Madrid, 1995, p. 4586, habla del referéndum de los accionistas como lo único que debe decidir el éxito o el fracaso de la OPA.

<sup>74</sup> Concepto que tomo de SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Deber...", ob. cit., p. 2173, también defendido en la doctrina italiana por DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., p. 12, a la vista de su legislación interna.

<sup>75</sup> Lo que de no deja de ser criticado en la doctrina comparada como un ejemplo más de la apatía racional de los minoritarios y con manifiesta desconfianza hacia los administradores; así, DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., p. 42.

<sup>76</sup> Tradicionalmente ya se vino reconociendo la relevancia de la opinión de los administradores por DE CARLOS BERTRÁN, L. y C. DE CÁRDENAS SMITH, "Obligaciones...", ob. cit., p. 525. En el mismo sentido, el Informe Winter 2002 y más recientemente el Excmo. Sr. D. Ramón López Trillo, en su voto particular al Auto del Pleno de la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 28 de abril de 2006 (Ponente: Excmo. Sr. D. Óscar González González; RJA 2006/1956).

mercado en general, pero no para los administradores; dicho valor se emplea en Estado Unidos para justificar el que los administradores puedan adoptar medidas defensivas contra adquisiciones hostiles<sup>77</sup>.

El deber de dictaminar de los administradores está previsto en el artículo 9.5, en relación con el artículo 3.1.b, de la Directiva 2004/25/CE, y resulta traspasado de forma sucinta al artículo 60 bis.3 LMV, que ha preferido contemplar simplemente tal obligación, para dejar su contenido y plazo de emisión a su desarrollo reglamentario, que analizaré si sigue los límites establecidos en el antes señalado precepto comunitario, mucho más detallado que la Ley de transposición, en cuanto que concreta que el contenido del dictamen o informe comprende:

- una opinión sobre la oferta y los motivos en que esa opinión se manifiesta, tal y como se recoge en el Considerando (16) de la Directiva 2004/25/CE. La exigencia de la emisión de una opinión debe interpretarse en el sentido de que se exige a los administradores una toma de postura en torno a la OPA, de modo que el sentido del informe ha de ser de aceptación o de rechazo, siempre motivado, de la misma, como se encarga de explicitar el artículo 24.1.1 PROPA ("observaciones a favor o en contra"), al tiempo que añade como contenido de tal informe la existencia de acuerdos entre la sociedad opada y la oferente, sus administradores o socios, o entre cualesquiera de éstos y los miembros del órgano de administración de la afectada y además la intención de acudir o no a la OPA por parte de los administradores de la afectada titulares directos o indirectos (nótese la inseguridad jurídica que se introduce aquí, al no definir qué entiende, a estos efectos, por "titulares indirectos") de los valores que integran su capital social; más aún, el artículo 24.1.3 PROPA exige que en el informe se exponga individualmente por cada miembro del órgano de administración los conflictos de interés que les pudieran afectar (habrá que sobreentender que en relación con el triunfo o fracaso de la OPA) y su naturaleza, lo que deja planteado si siempre habrán de exponer a la manera de cláusula de estilo, o si se debe dar por supuesto, el primero de los conflictos de interés que ya he referido: la conservación de su puesto. Se sigue estando, pues, ante la emisión de un juicio de valor por parte de los administradores, a quienes está impedido emitir un informe neutral, debiendo emitir tal juicio de valor guiados por el deber de defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto a que hacía referencia *ut*

<sup>77</sup> Así el Profesor KRAAKMAN, R., en su conferencia "Delaware's Takeover Law: The Unvertain Search for Hidden Value", en el IV Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil, según da cuenta PÉREZ MILLÁN, D., "IV Seminario Harvard-Complutense de Derecho Mercantil", *RDBB*, nº 105, enero-marzo 2007, p. 213.

*supra*<sup>78</sup>. Al objeto de emitir su informe de la manera mejor fundada posible es muy factible que los administradores acudan, voluntariamente, a expertos independientes financieros o bancos de negocios que les auxilien para determinar si el precio de la OPA es o no equitativo<sup>79</sup>. Sin duda requerirán mayor auxilio cuando el precio no sea en su totalidad en dinero por incluir entrega de acciones de la opante;

- adicionalmente, la enunciación de las repercusiones de la OPA sobre el conjunto de intereses de la sociedad, incluido el empleo, a lo que añade el artículo 28.1.2 PROPA la referencia expresa a la incidencia de la OPA sobre la localización de sus centros de actividad. Como ya explicó el citado Considerando (16) de la Directiva 2004/25/CE, el contenido del informe debe incluir la opinión de los administradores sobre las repercusiones de la oferta "en todos los ámbitos de interés para la sociedad y, en particular, en el empleo", de modo que se debe tratar de un informe detallado, como en este sentido explicita acertadamente el artículo 60 bis.3 LMV, no de conjunto o globalizador, sino proyectado sobre todos y cada uno de los ámbitos de interés para la sociedad (accionistas, por supuesto, también proveedores, clientes y especialmente trabajadores de la empresa);
- un análisis de los planes estratégicos del oferente, enumerados obligatoriamente en el folleto de la oferta, sobre el empleo, las condiciones de trabajo y la localización de los centros de actividad. La atención que deben prestar los administradores de la sociedad afectada a los efectos de la OPA sobre los trabajadores de la sociedad opada resulta especialmente intensa, buena muestra de que en su actuación la protección de los intereses de los trabajadores de dicha entidad debe ser atendida. Así, a dicho dictamen de los administradores debe incorporarse el dictamen distinto que, en su caso, hubieran emitido los representantes de los trabajadores de la sociedad afectada. En este punto la novedad de la Directiva comunitaria es muy importante respecto del régimen hasta ahora vigente en España, pues en este último los trabajadores sólo gozaban del derecho a ser informados acerca de la OPA, atribuyéndoseles en la Directiva comunitaria un adicional derecho de informar, que se viene a sumar al derecho a ser informados<sup>80</sup>. Por tanto, los trabajadores pueden participar en la emisión del dictamen de

<sup>78</sup> Anteriormente en la doctrina, a propósito del régimen reglamentario hoy derogado, *vid.* también DE CARLOS BERTRÁN, L. y C. DE CÁRDENAS SMITH, "Obligaciones...", *ob. cit.*, p. 526 y DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición*, Civitas, Madrid, 1993, pp. 125-126.

<sup>79</sup> HOPT, K. J., "Derechos...", *ob. cit.*, p. 893 y MARTIN LAPRADE, F. y G. GIULIANI, "La réforme...", *ob. cit.*, p. 59.

<sup>80</sup> Cfr. la situación anterior, por ejemplo, en DE CARLOS BERTRÁN, L. y C. DE CÁRDENAS SMITH, "Obligaciones...", *ob. cit.*, p. 528 y la crítica a la situación italiana de no intervención de los trabajadores efectuada por DESANA, E., *OPA...*, *ob. cit.*, p. 334.

los administradores, realizando sus aportaciones al mismo, que entiendo no deben quedar reducidas a la parte del dictamen relativo a la incidencia de la OPA en el empleo de la sociedad afectada. Así, si dichas aportaciones son incorporadas al dictamen de los administradores y unos y otros lo comparten este dictamen será conjunto de administradores y trabajadores. Ahora bien, si hay discrepancias, los trabajadores están legitimados, no obligados (he aquí una diferencia sustancial con el dictamen obligatorio de los administradores), para emitir su propio informe, que en este caso sí que reduce su ámbito material exclusivamente a lo relativo a las repercusiones de la OPA sobre el empleo de la sociedad afectada. En este último supuesto de existencia de dos informes diferentes, los administradores están obligados a adjuntar a su propio informe el informe de los trabajadores. Nótese que tanto el artículo 9.5 *in fine* de la Directiva 2004/25/CE como el artículo 24.2 *in fine* PROPA hablan de adjuntar no de incorporar, lo que determina que, a mi entender, el informe de los trabajadores deberá ser un anexo, debidamente identificado e individualizado como tal, del dictamen motivado de los administradores, lo que facilitará su comprensión por los inversores y su no confusión con el dictamen de los administradores;

- por último, y ya completamente al margen de la previsión comunitaria, el artículo 24.1 último párrafo PROPA, exige la referencia a los valores de la sociedad oferente poseídos, directa o indirectamente, por la afectada o por las personas con que las que actúe concertadamente y los valores de la afectada poseídos o representados, directa o indirectamente por los miembros del órgano de administración de la afectada así como los que pudieran tener en la oferente. De esta forma se puede ayudar a los accionistas de la sociedad opada a interpretar mejor el porqué del contenido del informe emitido por su órgano de administración.

El modo y el tiempo de la publicación del informe, en su caso adjuntándosele el dictamen distinto de los representantes de los trabajadores<sup>81</sup> en cuanto a las repercusiones de la OPA sobre el empleo, se concreta en el artículo 24.2 PROPA. Así, el informe debe ser publicado 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, o en un periódico como

<sup>81</sup> Cuyo plazo de emisión aparece muy deficientemente fijado en el inciso final del artículo 24.2 PROPA: "dentro de los plazos señalados en este artículo". A mi juicio debe entenderse que dentro de los diez primeros días hábiles contados a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la OPA. Ello puede plantear el problema de que el dictamen de los trabajadores, recibido por la sociedad afectada dentro de dicho plazo, sea posterior al dictamen ya publicado por los administradores, con lo que entiendo que habrá de darse la misma publicidad al dictamen de los trabajadores, pero en ese caso no ya como anexo o adjunto al de los administradores, sino independientemente. Es de desear, pues, que el texto reglamentario definitivo sea más claro en este punto.

mínimo de difusión nacional; entiendo que hubiera sido mejor exigir este último sistema de publicidad, más accesible para el pequeño inversor. El plazo máximo para efectuar tal publicación es el de diez días hábiles a partir de la fecha de inicio del plazo de aceptación de la oferta, lo que a mi juicio se contradice con la posibilidad que contempla el artículo 23.1 PROPA de un plazo de sólo siete días naturales para la aceptación de la oferta, lo que haría posible que el informe se emitiera tras el vencimiento de dicho plazo, a menos que se interprete que el deber de diligencia de los administradores les exige que en tales casos habrán de publicar su informe con plazo suficiente, por supuesto siempre previo al vencimiento del plazo de aceptación de la OPA, para que los accionistas puedan decidir meditadamente a la vista de su informe expuesto con la debida antelación. Por otro lado, al menos tres días hábiles antes de la publicación, el informe debió haber sido remitido a la CNMV y a la representación de los trabajadores de la sociedad opada.

Siendo como soy firme defensor de la introducción de consejeros independientes en las sociedades cotizadas españolas, considero que uno de los momentos en los que en la vida de las mismas se debe superar la prueba del nueve de la utilidad de la institución es aquél en que la sociedad es objeto de una OPA<sup>82</sup> y justamente en el momento que ahora estoy analizando de emisión de su informe sobre la OPA.

Es esta una fase en la vida de las sociedades cotizadas en la que, a mi entender, pueden ser muy útiles los verdaderos independientes, que descuellan así por encima de los otros próximos consejeros externos, tantas veces ensalzados en la práctica y en la doctrina española, los consejeros dominicales.

Y es que la introducción de auténticos independientes resulta verdaderamente útil en términos de buen gobierno, al objeto de dar confianza al mercado, cuando tales consejeros están en condiciones de actuar como independientes, entre otros momentos delicados de la vida social, cuando la sociedad que administran es opada. Y hasta tal punto ese momento es delicado también para los independientes que el triunfo de una OPA es uno de los supuestos en los que excepcionalmente la Recomendación 31 del CUBG admite que pueda proponerse su cese, lo que muestra, bien a las claras, hasta qué punto del triunfo de la OPA puede depender su continuidad en el Consejo.

Justamente para que concurren tales sinceridad y veracidad, el administrador independiente no debe contar con incentivos que le aten a la sociedad opada y de ahí que sea este uno de los ejemplos, a mi juicio, prototípicos, que justifican la necesidad

---

<sup>82</sup> En similar sentido, BRAINBRIDGE, S. M., "Director...", ob. cit., p. 809.

de que la remuneración de los consejeros independientes sea adecuada, y en este supuesto no excesiva. Matizando más la interesante cuestión de la cuantía de la retribución de los independientes considero que aquí también se revela en toda su extensión la trascendencia que tiene el hecho de la publicidad de la remuneración de tales independientes de forma individualizada, ya que si en otras bastantes ocasiones de poco sirve la transparencia global de retribuciones, en este caso es evidente que interesará conocer la retribución individualizada de cada uno de los consejeros independientes que informan en un sentido u otro sobre la OPA en curso<sup>83</sup>. Y es que, a mi entender, retribución y continuidad en el cargo, en el fondo continuidad en la retribución, son dos vectores que servirán para que los accionistas puedan leer con gafas correctoras el informe que emiten los consejeros independientes.

Más aún, antes de la formulación de las OPAS hostiles considero que la intervención de consejeros independientes debe coadyuvar a que las medidas defensivas puedan servir de instrumento para proteger la independencia de la sociedad e incluso su perduración, frente al fenómeno que viene ocurriendo en la actualidad, conforme al cual las medidas contra futuras OPAS hostiles son, en realidad, medidas de blindaje de los administradores, destinadas, única y exclusivamente, a conservar sus puestos, al margen de los intereses de los socios y de la propia sociedad, susceptibles ambos de ser beneficiados por su triunfo<sup>84</sup>.

Concluyendo, he de reiterar aquí la importancia de que los consejeros independientes sean verdaderos independientes, pues si son, en realidad, administradores dominicales controlados por accionistas significativos habrá de formularse una OPA obligatoria por el accionista que adquiere una participación significativa por debajo del 50% del capital social y en los veinticuatro meses siguientes designa a consejeros que, sumados a los ya designados, representen más de la mitad del Consejo<sup>85</sup>.

### **3.D.- Ámbito temporal.**

Por último, para concluir con el estudio del marco del artículo 60 bis.1 LMV, en cuanto a su ámbito temporal de aplicación, cabe señalar que el mismo viene conformado por un plazo cuya concreción es necesaria para evitar perjuicios a la

<sup>83</sup> Refiriéndose en concreto a la incidencia del monto total de la retribución de los administradores a la hora de valorar sus opiniones en el momento de una OPA, en el mismo sentido, SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J., y B. PUYOL MARTÍNEZ-FERRANDO, "La Recomendación...", ob. cit., p. 179.

<sup>84</sup> Vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *La sociedad cotizada...*, ob. cit., p. 84 y TAPIA SÁNCHEZ, M<sup>a</sup>. R., "El difícil...", ob. cit., pp. 74-75.

<sup>85</sup> Cuestión concreta planteada en la práctica a propósito de la situación de los consejeros independientes de "GAS NATURAL" y la posibilidad de que La Caixa hubiese de formular una OPA obligatoria conforme al artículo 3.6 del Real Decreto 1197/1991, en redacción dada por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril, planteada en el marco de la OPA de "GAS NATURAL" sobre "ENDESA" (vid. la referencia a la denuncia formulada en tal sentido por "ENDESA" ante la CNMV, rechazada el 23 de febrero de 2006, que aparece detallada en diario *Cinco Días*, 9 de enero de 2006, consultado en su versión electrónica en [www.cincodias.com](http://www.cincodias.com) y que puede consultarse íntegra en la página web [www.expansion.com](http://www.expansion.com), que, con independencia de la veracidad o no de sus afirmaciones, cuestión



sociedad opada y que en nuestro ordenamiento aparece remitida a una previsión reglamentaria expresa al respecto<sup>86</sup>. Hasta la fecha tal plazo tuvo como día inicial el de la publicación de la suspensión de cotización de la sociedad objeto de la oferta<sup>87</sup>, y como final el del anuncio del resultado de la oferta.

Cara a la concreción reglamentaria del ámbito temporal del deber de pasividad o de autorización previa de los administradores ha de contrapesarse la indudable seguridad jurídica que implica la delimitación de dos hitos temporales claros, como los que se acaban de señalar, con la posibilidad de contemplar un inicio anterior, vinculado a la fecha en que los administradores de la sociedad afectada tengan razones para pensar que una oferta puede ser lanzada de forma inminente, lo que, sin duda, generaría un periodo sospechoso anterior a la publicación de la oferta que provocaría que determinados actos de los administradores realizados durante el mismo serían susceptibles de ser anulados *a posteriori*, para el caso de que una OPA fuese efectivamente lanzada<sup>88</sup>. *De lege ferenda* el criterio acogido por el artículo 28.1 del PROPA opta, en su primer párrafo, aparentemente por la seguridad jurídica de estar al día del anuncio público de la OPA, como *dies a quo*, y al día de su liquidación o retirada, como *dies ad quem*, pero luego, en su párrafo segundo, anticipa tal *dies a quo* al posible día del conocimiento por los administradores de la OPA, siempre que fuese anterior al de la publicación de su anuncio por supuesto. Con el citado artículo 28.1.2 PROPA no se anticipa tanto el término inicial como para llegar al criterio temporal del periodo sospechoso antes mencionado. Si se hubiese optado por esta última solución, temporalmente más extensa, a mi entender pudiera haber dado solución a la práctica, extendida en los últimos tiempos en España, de comunicaciones públicas informando de la voluntad más o menos formada de presentar en un momento posterior una OPA<sup>89</sup>, pues en tal caso sí que se podría interpretar que ya desde ese momento regiría la *passivity rule*, solución que, por ende, sería la más correcta, en términos de mejor protección de los accionistas, aún cuando podría dañar

que evidentemente desconozco, trata de hacer una traslación al caso de los criterios de independencia expuestos en el británico Código Combinado de Gobierno Corporativo de 2003).

<sup>86</sup> Sobre la referida finalidad del establecimiento de un plazo en este ámbito, COSTI, R. y L. ENRIQUES, *Trattato di Diritto Commerciale*, volumen octavo, G. Cottino (director), Cedam, Padova, 2004, p. 118.

<sup>87</sup> Sobre los riesgos que pueden acarrear las prácticas agresivas de formulación de OPAs solamente para paralizar la actividad gestora de los administradores de sociedades competidoras, *vid.* TAPIA HERMIDA, A. J., *Régimen jurídico...*, ob. cit., pp. 380-381, con su remisión tanto a la responsabilidad extracontractual como administrativa de quienes así hayan actuado, como, especialmente, su llamamiento al celo controlador de la CNMV, antes de permitir el desencadenamiento de las medidas que lleva aparejada la publicación de una OPA.

<sup>88</sup> Posibilidad apuntada, sin tomar partido, por GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2728, a la vista de la regulación del *City Code on Take-overs and Mergers* (para consultar su texto en castellano, *vid.* PALÁ LAGUNA, R., "Versión española del Código de la <<City>> Londinense en materia de ofertas públicas de adquisición (The City Code on Takeovers and Mergers de 12 de julio de 2000)", *RdS*, nº 17, 2001-2, pp. 465-489-, y reiterada por el mismo autor tras la aprobación de la Directiva 2004/25/CE, en GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La Oferta...", ob. cit., p. 82, nota (27), así como defendida por CÁMARA, P., *Defensive...*, ob. cit., p. 7, a la vista del caso *Société Generale de Belgique* en 1988, y rechazada, por la inseguridad jurídica que acarrea, por parte de MARTIN LAPRADE, F. y G. GIULIANI, "La réforme...", ob. cit., p. 57. De hecho, por ejemplo, en el próximo Derecho portugués, el artículo 182.2.a del Código de valores mobiliarios vigente equipara a estos efectos el conocimiento del lanzamiento de la oferta con la recepción por la sociedad opada del anuncio preliminar, y tal fecha de conocimiento ya se considera conflictiva a efectos probatorios, como refiere críticamente VOGLER GUINÉ, O., "A Transposição...", ob. cit., pp. 25-26, cuanto más si se estuviese a la opción que he referido *ut supra*.

<sup>89</sup> Supuesto este último carente de regulación, *de lege data* (como analiza sintéticamente GARCÍA DE ENTERRÍA Y LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Un vacío legal", diario *El País*, suplemento *Negocios*, 22 de abril de 2007, p. 6) y *de lege ferenda*, en España.

a la sociedad afectada por causa de su pasividad, susceptible tal daño de ser reparado por quien formuló negligente, cuando no dolosamente, tal anuncio.

Conviene destacar que la determinación reglamentaria del plazo antes mencionado no será libre si se quiere que la transposición siga haciéndose con respeto a las directrices de la norma comunitaria de transposición voluntaria, toda vez que la Directiva 2004/25/CE, ya concreta, en su artículo 9, que la autorización obligatoria de la Junta General debe ser exigida, al menos, desde el momento en que el órgano de administración o de dirección de la sociedad afectada reciban la información de la decisión de presentar una OPA y hasta el momento en que el resultado de la oferta no se haya hecho público o la oferta haya caducado<sup>90</sup>. Por tanto, reglamentariamente en España, si se quieren seguir los dictados de la normativa comunitaria, podrán anticiparse (de hecho, el artículo 9.2.2. *in fine* de la Directiva 2004/25/CE contempla expresamente la posibilidad de que en los Estados miembros se adelante el momento a partir del que debe obtenerse la autorización a aquel en que el órgano de administración o dirección de la sociedad afectada tenga conocimiento de la inminencia de la oferta) o retrasarse esos hitos temporales, pero, al menos, habrán de respetarse ambos, de modo que ni podrá impedirse la intervención obligatoria de la Junta tras el primero de ellos ni podrá permitirse la recuperación de todas sus facultades por los administradores antes del acaecimiento del segundo.

### **3.E.- Contenido de las restricciones a la capacidad de decisión de los administradores.**

La restricción de la capacidad del órgano de administración y dirección de la sociedad afectada o de las sociedades de su mismo grupo, durante el citado periodo y para la adopción de las mencionadas decisiones que he analizado en los apartados precedentes de este trabajo, a favor de los accionistas supone la creación de un régimen de gobierno societario específico<sup>91</sup> y el triunfo legislativo de los intereses de estos últimos, propietarios de la sociedad que deben decidir sobre su futuro, a quienes se trata de salvaguardar frente al comportamiento oportunista de los administradores<sup>92</sup>, encaminados muy posiblemente a mantener sus puestos ("defensa

<sup>90</sup> Hitos temporales elegidos también en Italia en su el Proyecto de Ley de transposición de la Directiva 2004/25/CE, para dar nueva redacción al artículo 104.1 del Decreto Legislativo 58/98.

<sup>91</sup> Como entiende MUÑOZ PÉREZ, A. F., "Aprobación...", ob. cit., p. 658, al analizar la legislación francesa de transposición de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>92</sup> En términos así explicitados por el *Report on the implementation of the Directive on Takeover Bids* de 21 de febrero de 2007.

de la poltrona<sup>93</sup>) y su reputación, evitando que una nueva mayoría les pueda sustituir por unos nuevos administradores de su confianza<sup>94</sup>.

Tal solución legal al debate de intereses entre administradores y accionistas se concreta en que las citadas actuaciones defensivas de la sociedad opada frente a la OPA están sujetas a previa autorización de la Junta General de Accionistas, optando así por el criterio de someter la defensa del interés individual de cada accionista a la decisión del conjunto de ellos adoptado en Junta. Queda confirmado que el interés protegido por el artículo 60 bis LMV es el de los accionistas de la sociedad afectada, no el de que el oferente no sea vea perturbado y su OPA tenga éxito<sup>95</sup>. Adviértase, en todo caso, que el efecto práctico es más profiláctico que otra cosa y muestra una manifiesta desconfianza acerca de la integridad de comportamiento de los administradores, pues conviene no olvidar que los administradores de la sociedad afectada, como se deriva ya del artículo 3.1.c de la Directiva 2004/25/CE, deben actuar en defensa del interés de la sociedad en su conjunto, lo que de hecho les impediría ya *per se* la adopción de medidas defensivas lesivas para los accionistas de la sociedad afectada<sup>96</sup>.

La Junta General de Accionistas de la sociedad opada mantiene, así pues, íntegramente todas sus facultades. De esta manera, los accionistas, a través de la Junta, tienen el derecho a defender a la sociedad opada, adoptando medidas tendentes a hacer fracasar la OPA<sup>97</sup>.

Se trata de una solución que ha sido recibida con recelo por una parte de la doctrina. Su cuestionamiento se produce en función de la capacidad que normalmente tienen los administradores para "manejar" las Juntas de Accionistas, con el riesgo que ello supone con vistas a la defensa del interés individual de cada accionista, que de esta forma puede verse preterido por la decisión de la Junta que conduzca a frustrar u obstruir la OPA<sup>98</sup>. Tal riesgo es cierto que puede ocurrir; ahora bien, entiendo que la opción de atribuir capacidad de decisión a la Junta es la que mejor se adecúa a la defensa de los intereses individuales de los accionistas integrados en la misma,

<sup>93</sup> En gráfica expresión de SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Deber...", ob. cit., p. 2173 o, como dice de forma más velada la justificación de la enmienda nº 19 del Grupo Parlamentario Socialista en el Congreso (*Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados*, VIII Legislatura, Serie A: Proyectos de Ley, 29 de noviembre de 2006, núm. 108-6), interés de los administradores de "mantener el status quo".

<sup>94</sup> Entre otros muchos, por ejemplo, DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico...*, ob. cit., p. 131 o FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., "Alcance...", ob. cit., p. 314, así como el Informe Winter 2002

<sup>95</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "OPAs...", ob. cit. y especialmente GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia...", ob. cit., esp. pp. 22-23, para, en consecuencia, negar que la oferente pueda ejercitar una acción individual de responsabilidad contra los administradores de la sociedad afectada que hubiesen incumplido su deber de pasividad, pues no hay relación de causalidad ni imputación objetiva del daño emergente (cuantiosos gastos de preparación y tramitación de la OPA) y lucro cesante (pérdida de los beneficios que obtendría de hacerse con el control de la afectada) padecidos por el oferente, criterio del que discrepo pues considero que sí es causa de la frustración de la medida defensiva ilegítimamente adoptada por el administrador y con ello es causa de los perjuicios sufridos por la oferente, tal y como además admite en la doctrina comparada DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., p. 120.

<sup>96</sup> Por ello justamente MARTIN LAPRADE, F. y G. GIULIANI, "La réforme...", ob. cit., p. 56, como antes anunciaba, califican de inútil e injusta la transposición del artículo 9 de la Directiva 2004/25/CE al Derecho interno francés.

<sup>97</sup> Con TAPIA SÁNCHEZ, M<sup>a</sup>. R., "El difícil camino...", ob. cit., p. 100.

<sup>98</sup> Así, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Deber...", ob. cit., p. 2173.

debiendo éstos acudir a las impugnaciones de acuerdos sociales como mal menor para tratar de defender sus intereses individuales, atacando las decisiones de la Junta en materia de OPAs que pudieran perjudicarles<sup>99</sup> (un ejemplo podría ser el supuesto del acuerdo adoptado con el voto decisivo del opante a la vez accionista de la opada, que participase en la adopción de un acuerdo beneficioso para él y perjudicial para la opada<sup>100</sup>), con el riesgo de que puede aparecer aquí un nuevo incentivo para las "emboscadas judiciales" tendentes a impedir, mediante medidas cautelares de suspensión de los acuerdos impugnados, la eficacia de las medidas defensivas<sup>101</sup>. Es, como acabo de decir, un mal menor, dado que la habitual celeridad de los procedimientos de OPA y la lentitud de las impugnaciones de acuerdos sociales casan mal, y de hecho sólo lo hacen, al menos parcialmente, acudiendo a las, en este caso indispensables, medidas cautelares, fundamentalmente de suspensión de acuerdos sociales impugnados (artículo 727.10ª LEC).

La mencionada atribución de capacidad de decisión a la Junta General de Accionistas en materia de adopción de medidas defensivas se hace por la LMV "según lo dispuesto en el artículo 103 LSA". Esto último implica dos importantes cuestiones:

- en primer lugar, se plasma legalmente una conclusión que antes se había alcanzado en la doctrina *sensu contrario*, la no prohibición a los socios, incluso aunque sean administradores y siempre que actúen como socios, no como administradores, de la sociedad afectada de su capacidad de oposición a la oferta<sup>102</sup>. De esta forma se reconoce que sean los propios interesados, los socios, quienes tomen las decisiones que puedan frustrar la OPA<sup>103</sup>, plasmándose aquí la soberanía de la Junta General sujeta únicamente al control derivado de la susceptibilidad de impugnación de los acuerdos adoptados en la misma *ex articulo* 115 LSA. Con ello se protege el derecho de los accionistas a decidir libremente acerca de la OPA, encontrándose en la escasísima práctica jurisprudencial sobre esta cuestión la afirmación de que al mismo tiempo se protege a la sociedad opante, porque el oferente también tiene interés en que su oferta no se desvirtúe por la actuación de los administradores de la sociedad opada, de modo que se traslade

<sup>99</sup> CACHÓN BLANCO, J. E., *Derecho...*, ob. cit., p. 359.

<sup>100</sup> Comparto la crítica de VOGLER GUINÉ, O., "A Transposição...", ob. cit., pp. 37 y 40, a la laguna que en esta materia concreta presentan tanto la Directiva 2004/25/CE como el Código de valores mobiliarios portugués, como, finalmente también, nuestra LMV. Cfr. la integración de la misma en Italia, donde su Proyecto de Ley de transposición de la Directiva 2004/25/CE da nueva redacción al artículo 104.1 del Decreto Legislativo 58/98, para excluir del cálculo de las mayorías requeridas para la adopción de medidas defensivas las participaciones directa o indirectamente poseídas por el oferente o sujetos que actúen en concierto con él o aquellas poseídas por el socio de control, así como de los adherentes a pactos parasociales relevantes a los efectos del artículo 122 del mismo texto normativo, al tiempo que sí preveía el cómputo de tales participaciones a los fines de la constitución regular de la asamblea. Actualmente a falta de tal previsión en Italia, *vid.* el debate sobre el tema en la doctrina científica, que expone TUCCI, A., *Gestore...*, ob. cit., pp. 204-205, nota (16).

<sup>101</sup> GOYET, Ch., N. RONTCHEVSKY y M. STORCK, "Droit...", ob. cit., p. 443, de quienes tomo su concepto de "emboscadas judiciales", tan frecuentes en las OPAs.

<sup>102</sup> Así lo explicitaron FERNÁNDEZ LA GÁNDARA, L. y M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, "Limitación...", ob. cit., pp. 235 y 237 y también en la doctrina comparada MUCCIARELLI, F. M., *White...*, ob. cit., p. 3.

directamente, sin intermediarios que la puedan contaminar, a tales accionistas, los destinatarios de la oferta<sup>104</sup>. En todo caso discrepo de esta última interpretación ya que entiendo que la protección de los intereses de la opante viene más que por la vía de la pasividad de los administradores de la afectada por la de la emisión de un informe objetivo sobre la OPA que, como se vio *ut supra*, se impone a estos últimos;

- y en segundo lugar que habrán de respetarse los quórum y mayorías que se exigen en tan discutido precepto societario que, amén de suponer un incremento de protección de los accionistas respecto del artículo 9.2 de la Directiva 2004/25/CE, que no exige tales quórum y mayoría reforzados, como bien se sabe por causa de la disparidad de soluciones existentes en los diversos Estados miembros en relación con el voto múltiple o las clases especiales de acciones<sup>105</sup>, puede conducir en determinados casos a la paradoja de que se exija una mayoría de adopción de acuerdos superior en segunda convocatoria a la exigida en primera<sup>106</sup>, porque:
  - a) en primera convocatoria, será necesaria la concurrencia de accionistas presentes y representados que posean, al menos, el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho a voto;
  - b) en segunda convocatoria será suficiente la concurrencia del veinticinco por ciento del capital social;
  - c) y cuando concurran accionistas que representen menos del cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho a voto, los acuerdos sólo podrán adoptarse válidamente con el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la Junta.

Con la adopción de este último criterio el legislador se apartó del que venía previsto inicialmente en el Anteproyecto de Ley presentado a audiencia pública por el Ministerio de Economía y Hacienda el 9 de junio de 2006, donde se exigía el “voto favorable de, al menos, dos tercios de los derechos de voto presentes o representados”. Tal solución era anómala en el Derecho comparado, perjudicial para las empresas españolas, a las que se dejaba en posición asimétrica respecto de otras sociedades europeas, y susceptible de derivar *de facto* en una prohibición de la

<sup>103</sup> Así lo reconoce FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Alcance...”, ob. cit., p. 314.

<sup>104</sup> Así lo vino a entender el Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Barcelona de 13 de febrero de 2006 (Iltmo. Sr. D. Enrique Grande Bustos; AC 2006/360) y ya antes, en la doctrina científica, VARELA VARAS, A. y J. JUSTE MENCÍA, “Adquisición...”, ob. cit., p. 669.

<sup>105</sup> Como resaltó en nuestra doctrina científica FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., “Cambios de control...”, ob. cit., pp. 1367-1368, con abundante cita de doctrina comparada, para poner de relieve la diferencia que en este punto hay entre la Directiva comunitaria y el previo Informe Winter 2002 (sobre este último, en especial BENEYTO, J. M<sup>a</sup>. y J. PUENTE, *Las ofertas...*, ob. cit., pp. 16-22).

<sup>106</sup> Por todos, recientemente vuelve sobre el tema SÁNCHEZ CALERO, F., *La Junta General de Accionistas*, Thomson-Civitas, Madrid, 2007, p. 318.

adopción de medidas defensivas<sup>107</sup>. Además, la mayoría reforzada del Anteproyecto hubiera permitido que en segunda convocatoria, como se celebran generalmente las Juntas Generales de Accionistas de las sociedades cotizadas, muy fácilmente la decisión hubiera quedado en manos de las minorías de control, circunstancia que se dará con alguna mayor dificultad a la vista de la solución legal finalmente adoptada, salvo que existan asistencias amplias a las Juntas, en cuyo caso las mayorías finalmente exigidas pueden permitir que las minorías actúen como el fiel de la balanza en las decisiones a adoptar<sup>108</sup>. Ahora bien, si se tiene en cuenta el escaso capital flotante de las sociedades cotizadas españolas, lo cierto es que las minorías seguirán teniendo una participación testimonial en la adopción de medidas defensivas, pues lo más normal es que sean los minoritarios de control los que van a reunir las mayorías suficientes para controlar también esta materia<sup>109</sup>. Por todo ello considero que aunque si hay una materia que puede justificar la desaparición de la apatía racional del accionista inversor es la adopción de medidas defensivas contra una OPA que se considere inadecuada, el férreo control que van a poder ejercer los accionistas de control hará difícil que los minoritarios se vean realmente incentivados para acudir a las Juntas Generales de adopción de medidas defensivas anti-OPA, máxime teniendo en cuenta la tradición sociológica española en esta materia<sup>110</sup>. En la práctica, lo que seguirá ocurriendo es que los grupos de control van a ser los únicos capaces de decidir si conviene pactar con el opante, obteniendo así las ventajas que podrían derivarse de un pacto de no beligerancia<sup>111</sup>.

Por otra parte, en el artículo 60 bis. 1 LMV falta dar solución expresa al supuesto de lo que ocurrirá en el caso de que los estatutos de la sociedad afectada exijan mayorías superiores para su modificación o para la adopción de cualquiera de los acuerdos previstos en el artículo 103 LSA que los contemplados en dicho precepto. Pudiera entenderse que, en tal caso, la adopción o eliminación de medidas defensivas

<sup>107</sup> Estas fueron, sustancialmente las tres críticas que movieron al dictamen del Consejo de Estado al Anteproyecto de Ley (expediente 1551/2006), aprobado 28 de septiembre de 2006, a defender el quorum reforzado, conforme con la recomendación 1 CUBG, finalmente adoptado por el artículo 60 bis.1 LMV vigente.

<sup>108</sup> En gráfica expresión de DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., p. 124, al respecto del quórum del 30% de adopción de acuerdos exigido por la legislación interna italiana.

<sup>109</sup> El "Observatorio de Gobierno Corporativo de las grandes sociedades cotizadas en el mercado de valores español (IBEX35)", PF, nº 7, 2004, revela que en las sociedades que cotizan en el IBEX 35 en 2003 el capital flotante sólo alcanzaba al 56,49%, porcentaje que el mismo "Observatorio de Gobierno Corporativo de las sociedades cotizadas en el Ibex-35, 2004" (en [www.fcf.es](http://www.fcf.es)), rebajó al 47,87%, en tanto que el Informe anual de gobierno corporativo de las empresas del Ibex 35 de 2005, redactado por la CNMV, cuantificó en 54,10% en 2005 frente al 55,60% en 2004. Más tarde un estudio del Foro del Pequeño Accionista reveló en 2005 que el 59% de las sociedades del Ibex 35 tienen menos del 25% de su capital en manos de los minoritarios, el 32% de las compañías entre el 25% y el 30% y sólo el 9% de las empresas cotizadas cuentan con una mayoría de accionistas minoritarios (vid. diario *Cinco Días*, 20 de julio de 2005, consultado en su versión electrónica en [www.cincodias.com](http://www.cincodias.com)). En fin, en la doctrina vid. la extensa referencia de SANCHEZ CALERO, F., *La Junta General en las sociedades de capital*, Thomson-Civitas, Cizur Menor, 2007, pp. 738-739, a un estudio a este respecto de la CNMV a fines de 2004, y más concisamente también las aportaciones de MATEU DE ROS, R., *El Código Unificado de Gobierno Corporativo*, Thomson-Aranzadi, Cizur Menor, 2007, pp. 28-29, destacando la peculiaridad de la situación española, claramente distinta de la norteamericana (90% de sociedades están manos de accionistas que no exceden del 25% del capital social) y alemana (85% de sociedades con accionistas de control).

<sup>110</sup> Recuerdo una encuesta de "Metroscoopia" para "Fundes" a principios de 2006, con motivo del inicio de las OPAs sobre "ENDESA", en la que el 68% de los accionistas encuestados reconoció que los pequeños accionistas no se preocupan de defender sus derechos e intereses cuando se plantea una OPA.

<sup>111</sup> El problema de las escasas sociedades con capital difuso en España es el mismo que ya apreció DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., pp. 333-334, a la vista de la composición accionarial de las cotizadas italianas.

ante una OPA deba adoptarse conforme a esas mayorías reforzadas estatutarias ya establecidas. Y tal solución es, a mi juicio, la que debe lógicamente mantenerse de acuerdo con:

- a) una interpretación literal de la Ley. El artículo 60 bis.1 LMV se remite *in totum* a lo previsto en el artículo 103 LSA y en dicho precepto su número 3 habilita a los estatutos sociales para elevar los quórum y mayorías previstas en sus números 1 y 2. Mayores dudas se podrían haber planteado para el caso de que el artículo 60 bis.1 LMV hubiera remitido sólo a los quórum y mayorías previstos en el artículo 103 LSA, pues en tal caso podría haber un mayor asidero para estar exclusivamente a los allí contemplados de forma expresa.
- b) Una interpretación teleológica de la Ley. En este sentido considero que lo que está queriendo el legislador es restringir el poder de decisión de los administradores para dar voz a los accionistas. Ese dar voz debe hacerse, también, con el respeto a la mayor voz que tales mismos accionistas hayan decidido darse a través de los estatutos sociales, al tiempo que se potencie la voz de los accionistas externos frente a los *insiders*, algo, esto último, que se potencia claramente elevando los quórum de votación en la Junta<sup>112</sup>. Además, advierto un beneficio indirecto que se puede extraer de esta interpretación. Tradicionalmente se ha sostenido en la doctrina española que la previsión estatutaria de quórum o mayorías reforzadas, que son aceptadas formalmente por los minoritarios desde el momento en que suscriben o adquieren acciones de la sociedad, permite a los mayoritarios blindar la sociedad, evitando su desplazamiento<sup>113</sup>. Pero cara a la adopción de medidas defensivas, el incremento estatutario de quórum y mayorías hará que los minoritarios tengan mayor capacidad de decisión efectiva en la adopción de dichas medidas defensivas, lo que puede facilitarles la defensa de sus intereses, pues las apoyarán, si consideran que el triunfo de la OPA les puede perjudicar, o las rechazarán, si ocurre lo contrario, y en ambas tesituras su peso específico será tanto mayor cuanto más altos sean los quórum y las mayorías estatutariamente exigidas.

Dos últimas dudas se me plantean en este ámbito, y son las consistentes en determinar si se habrá de estar también a la mayor mayoría y al mayor quórum que se haya adoptado estatutariamente para el caso de que hubiesen sido diferentes los

<sup>112</sup> En este último sentido, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "Los blindajes anti-OPA: ¿Dr. Jekyll o Mr. Hide?", diario *Expansión*, 22 de junio de 2002, consultado en [www.uam.es](http://www.uam.es), al analizar el supuesto que acabo de referir como instrumento para atenuar la concentración del capital en las sociedades cotizadas españolas.

<sup>113</sup> VICENT CHULIÀ, F., *Introducción...*, ob. cit., p. 951.

exigidos en alguno de los casos del artículo 103.1 LSA, así como si será bastante con que se haya elevado el quórum o mayoría respecto de uno cualquiera de tales tipos de acuerdos para que a tales haya de estarse a la hora de adoptar el acuerdo de autorización de la actuación de los administradores. Dado que *ubi lex non distinguit nec nos distinguere debemus*, y teniendo en cuenta que cuanto mayores sean los quórum y/o mayoría mejor se supone que estarán defendidos por los accionistas sus propios intereses, especialmente los de los minoritarios, considero que habrá que estar a los mayores quórum y/o mayorías que se hayan previsto estatutariamente para cualquiera de los supuestos contemplados en el artículo 103.1 LSA (emisión de obligaciones, aumento o reducción de capital social, transformación, fusión o escisión de la sociedad, y, en general, cualquier modificación estatutaria).

Dada la urgencia que puede tener para la satisfacción del interés de los socios la adopción de las antes citadas medidas y la escasa duración teórica de la tramitación de la OPA, el cuarto párrafo del artículo 60 bis.1 LMV contempla un régimen especial de convocatoria de la Junta General de Accionistas de la sociedad opada<sup>114</sup> - completado en sus aspectos formales en el artículo 28.4.c PROPA<sup>115</sup>, cuando exige la expresión con la debida claridad de las actuaciones para las que se solicita autorización o confirmación-, ya que:

- a) se reduce el plazo mínimo legal de un mes de antelación de la convocatoria (artículo 97.1 LSA), para volver al inicial plazo mínimo legal de 15 días previsto *ab origine* en el artículo 97 LSA hasta su reforma por la disposición final primera de la Ley 19/2005, de 14 de noviembre, de la Sociedad Anónima Europea domiciliada en España. Con ello se hace uso de la facultad establecida en el artículo 9.4 de la Directiva 2004/25/CE, cuando faculta a los Estados miembros para que puedan establecer normas especiales de convocatoria de la Junta General de Accionistas en plazos más breves que los ordinarios, con el único límite, respetado aproximadamente<sup>116</sup> en nuestro ordenamiento interno, de que la Junta se debe celebrar al menos dos semanas después de la notificación, léase en nuestro caso convocatoria. Con esta medida se tratan de salvar las clásicas objeciones de carácter temporal que han sido invocadas en la doctrina y práctica comparadas para plasmar legalmente el deber de pasividad<sup>117</sup>. Al mismo tiempo se vuelve a romper en nuestro ordenamiento jurídico la unidad en los plazos de convocatoria de las

<sup>114</sup> En la doctrina comparada *vid.* COSTI, R. y L. ENRIQUES, *Trattato...*, ob. cit., p. 122, donde defienden *de lege ferenda* la expansión del mismo régimen de aceleración en la toma de decisiones a la sociedad opada y al resto de sociedades concurrentes, medida que, a mi juicio, puede justificarse con el objetivo de lograr que todas las sociedades relacionadas con una OPA puedan actuar con igualdad de armas, entre las que el tiempo y la prontitud en la reacción son unas de gran importancia.

<sup>115</sup> Un precepto que en su redacción me recuerda mucho al artículo 144.1.b LSA.

<sup>116</sup> Dos semanas no son quince días.

<sup>117</sup> Aludidas en Alemania, por ejemplo, por HOPT, K. J., "Derechos...", ob. cit., pp. 883.



Juntas Generales de Accionistas de las S.A. que se habían alcanzado tras la reforma de 2005, pues hasta ese momento existía el plazo especial de un mes previsto para la convocatoria de la Junta que hubiese de acordar la fusión o la escisión (artículos 240 y 254 LSA). Por lo demás, el plazo de 15 días se cuenta exactamente igual que se contaba el inicialmente previsto en el artículo 97 LSA, esto es, desde el día siguiente al de la última publicación de la convocatoria, en el BORME o en uno de los diarios de mayor circulación en la Provincia (del domicilio de la sociedad, debe sobreentenderse)<sup>118</sup> e incluyéndose el día de celebración de la Junta<sup>119</sup>. Se me plantea un problema a la hora de aplicar este plazo de quince días debido a que la LMV no exige expresamente la exclusividad del objeto de la Junta convocada para acordar medidas defensivas (cfr. con el artículo 28.4.a PROPA, que *de lege ferenda* sí contempla tal exclusividad)<sup>120</sup>, de modo que considero que si la convocatoria de la Junta General incluyese otros asuntos en su orden del día habrá que estar al plazo mínimo legal de un mes o de lo contrario sólo serían válidos los acuerdos adoptados en materia de medidas defensivas en tanto que los restantes serían nulos por infracción del artículo 97.1 LSA;

- b) entiendo que no juegan en este caso los plazos estatutarios más amplios que se puedan prever al objeto incluso de convocar las Juntas especiales del artículo 103 LSA, pero sí estimo que estatutariamente se podrá prever en adelante que la convocatoria específica de Juntas al objeto de adoptar acuerdos sobre los extremos contemplados en el artículo 60 bis.1 LMV debe efectuarse con más antelación que la de 15 días prevista en este precepto, pues no en vano el mismo no dice "deberá" sino "podrá ser convocada quince días antes de la fecha fijada para su celebración". En todo caso, entiendo que esta última posibilidad de ampliación estatutaria de los plazos de convocatoria debe ser aceptada con sumo cuidado por parte de los accionistas, ya que una ampliación del citado plazo de convocatoria puede, en gran medida, desactivar la posibilidad de que la sociedad adopte temporáneamente medidas defensivas. Ya se dudó en la doctrina española, con razón, acerca de las ventajas que para los accionistas puede tener el

<sup>118</sup> Estas referencias expresas fueron fruto de la enmienda nº 14 del Grupo Parlamentario de Esquerra Republicana (ERC) en el Congreso de los Diputados (*Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados*, VIII Legislatura, Serie A: Proyectos de Ley, 29 de noviembre de 2006, núm. 108-6), justificada para que el plazo empiece a contar desde el momento en que el accionista puede tener conocimiento de su convocatoria, en línea con lo establecido en el artículo 97 LSA.

<sup>119</sup> Vid. RODRÍGUEZ RUIZ DE VILLA, D., *Impugnación de acuerdos de las Juntas de Accionistas*, 3ª edición, Aranzadi, Pamplona, 2002, pp. 117-121 y todavía en contra de ese sistema de cómputo, ahora respecto del cómputo de los 15 días previstos en el artículo 97 LSA para la publicación, en su caso, del complemento de convocatoria, GÓMEZ PORRÚA, J. M., "Cómputo del plazo mínimo de antelación de la publicación del anuncio de la convocatoria de Junta General. RDGRN de 10 de enero de 2007", *DN*, nº 199, abril, 2007, esp. pp. 32-33.

régimen comunitario finalmente adoptado y traspasado a nuestro ordenamiento interno que vengo estudiando, porque hay que recordar que lo decisivo no es sólo que se llegue a una Junta y la misma adopte una medida defensiva, sino que la misma además se ejecute dentro del plazo de la OPA para que pueda hacerla fracasar<sup>121</sup>. Evidentemente, si estatutariamente se amplía el plazo de la convocatoria de la Junta General de autorización de medidas defensivas se está reduciendo la ya no muy amplia posibilidad de que las mismas resulten efectivas dentro del plazo de vigencia de la OPA. En estos casos la celeridad es un factor decisivo para que la defensa frente a la OPA hostil pueda triunfar por lo que estamos ante un ejemplo paradigmático del clásico principio de que en el Derecho mercantil el tiempo es oro.

Finalmente, el último párrafo del artículo 60 bis.1 LMV, en nuevo reconocimiento de la urgencia de este tipo de reuniones insta a que la publicación de la convocatoria en el Boletín Oficial del Registro Mercantil sea inmediata<sup>122</sup>. En este sentido debe sobreentenderse que la inmediatez en la publicación del anuncio de la convocatoria no debe ir acompañada del recargo de costes por la urgencia de la misma que en otros supuestos sí debe ser soportado por las sociedades de capital españolas.

#### **4.- El supuesto particular del párrafo segundo del artículo 60 bis.1 LMV.**

El segundo párrafo del artículo 60 bis LMV (reproducido sustancialmente en el artículo 28.2 PROPA), al que dedico este trabajo, de nuevo transponiendo voluntaria y sustancialmente el artículo 9.3 de la Directiva 2004/25/CE, introduce un tratamiento específico, en línea con el del párrafo primero, para aquellas decisiones que, siendo medidas defensivas, hubiesen sido adoptadas antes de iniciarse el citado plazo reglamentario al que se remite el artículo 60 bis.1 LMV y no estuvieran aún totalmente ejecutadas al tiempo de iniciarse la OPA<sup>123</sup>.

En este caso se requiere una nueva aprobación o confirmación de toda decisión que<sup>124</sup>:

<sup>120</sup> Cfr. el artículo 182.3.b del Código de valores mobiliarios portugués, cuando habla de actos defensivos autorizados por la asamblea general "convocada exclusivamente a tal efecto", lo que lleva a VOGLER GUINÉ, O., "A Transposição...", ob. cit., p. 34, nota (129), a concluir que el orden del día de tal asamblea no puede incluir otros asuntos bajo pena de anulabilidad de la deliberación de los mismos.

<sup>121</sup> Vid. las dudas de GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2735, apoyándose en KIEM, y mantenidas pese a que la Directiva adoptase una de las dos medidas mitigadoras que se le presentaban (alargar el plazo de vigencia de la OPA o acortar los plazos para la convocatoria de la Junta General, opción esta última finalmente adoptada, aunque conviene recordar que cuando GARRIDO escribía su trabajo el acortamiento lo planteaba desde el plazo mínimo legal entonces vigente de 15 días).

<sup>122</sup> Una nueva sugerencia del dictamen del Consejo de Estado al Anteproyecto de Ley (expediente 1551/2006), aprobado 28 de septiembre de 2006, basada en razones de urgencia.

<sup>123</sup> Cfr. la diferencia en este punto con el artículo 14 del Real Decreto 1197/1191, que no permitía la revisión de los actos y decisiones anteriores a la OPA, como concluyó el Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Barcelona de 13 de febrero de 2006 (Iltmo. Sr. D. Enrique Grande Bustos; AC 2006/360), al analizar la petición preventiva de suspensión de una campaña publicitaria que había sido contratada con anterioridad a la OPA.

<sup>124</sup> Nótese el contenido diferente de las actuaciones que en este caso precisan aprobación de la Junta General respecto de las que se pretendan adoptar una vez formulada la OPA, lo que es una consecuencia de un seguimiento de la Directiva que ya ha recibido crítica doctrinal por GUERRA MARTÍN, G., "La transposición...", ob. cit., pp. 173-174.

- a) Suponga un acto que produzca efectos jurídicos relevantes constitutivos, modificativos o extintivos de situaciones jurídicas<sup>125</sup> tal y como se ha venido entendiendo en la práctica española el antiguo concepto de "operaciones" utilizado en el Real Decreto 1197/1991, que debe entenderse hoy subsistente a la vista de que es el empleado en el Considerando (19) de la Directiva 2004/25/CE, al que se ha de acudir a efectos interpretativos al ser la Ley española en este punto práctica reproducción de la Directiva comunitaria, con la única distinción de sustituir acciones por decisiones<sup>126</sup>. Ello se ha utilizado en la práctica para excluir de tales la proposición por parte de los administradores a la Junta General de Accionistas de la adopción de un acuerdo de reparto de dividendos del ejercicio al resolver sobre la aplicación del resultado<sup>127</sup>. Dicha tesis es, a mi juicio, discutible y matizable, pues, de hecho, en la doctrina comparada se encuentra la interpretación de que sí es una medida defensiva, que requiere la aprobación de la Junta, la adopción de un acuerdo de reparto de un superdividendo a los accionistas, supuesto que se pone al mismo nivel que una distribución excepcional de reservas o de primas por parte de la sociedad afectada<sup>128</sup>. La opción acogida por el artículo 28.1.d PROPA es, en este ámbito muy restrictiva pues prohíbe todo reparto de dividendos o la práctica de cualesquiera remuneraciones a los accionistas o titulares de otros valores de la afectada, abstracción hecha de su cuantía, y con la única excepción de que ya estuviesen aprobados por el órgano social competente y publicados con anterioridad, hay que sobreentender, a la fecha de anuncio de la OPA o del conocimiento previo de la misma por los órganos de administración y dirección de la afectada;
- b) no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad. Hay que partir del principio de que la formulación de una OPA no implica que la sociedad opada deba quedar inactiva, antes al contrario la misma puede seguir realizando sus operaciones habituales a través de sus

<sup>125</sup> Contratos para LE NABASQUE, H., "Mesures de défense...", ob. cit., p. 253, cuando pone el ejemplo de la promesa de cesión de un activo esencial de la sociedad bajo condición de cambio de control de la sociedad como un acto típico que precisará aprobación de la Asamblea.

<sup>126</sup> Acogiéndome al criterio interpretativo ya apuntado por GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Luces y sombras...", ob. cit., p. 50.

<sup>127</sup> Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Barcelona de 13 de febrero de 2006 (Iltmo. Sr. D. Enrique Grande Bustos; AC 2006/360), acudiendo a la ya antes mencionada Comunicación de 18 de mayo de 1999 (no de 1998 como dice el Auto español) de la Consob interpretando el artículo 104 del Decreto Legislativo 58/98 italiano, al tiempo que además considera que no se trata, ni en abstracto ni en concreto a la vista de la cuantía concreta de tales dividendos, de una operación que merezca el calificativo de extraordinaria. Sobre dicha Comunicación *vid.* DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., pp. 100-101, destacando que entiende por actos todos aquellos comportamientos a los que el ordenamiento liga efectos legalmente relevantes, sean constitutivos, modificativos o extintivos de situaciones jurídicas, expuestos a condiciones, términos o modo, no entrando en ese concepto los simples actos de opinión o de expresión de juicios que por sí no sean productores de efectos jurídicos, considerando además que el concepto de operaciones es una especificación de los actos, entendidas como una serie de actos ligados entre sí para la realización de un determinado objetivo que podría no obtenerse de la ejecución aislada de cada acto.

administradores<sup>129</sup>. Esto último ha venido revistiendo mucha importancia sobre todo en aquellos casos en los que la OPA pueda suponer una concentración económica que exija la autorización de autoridades nacionales o comunitarias en materia de competencia, lo que, a su vez, suspende la tramitación de la OPA hasta que recaiga la autorización y con ello dilata el plazo de duración de la OPA más allá del legalmente previsto<sup>130</sup>. Con el artículo 26 PROPA se busca evitar esta situación mediante el mecanismo de no suspender la OPA para esperar a la autorización o no oposición de las autoridades de defensa de la competencia, quedando, en todo caso, sujeta a *posteriori* a la resolución de tales autoridades.

La LMV habla en este punto del "curso normal de actividades de la sociedad", expresión tomada del artículo 9 de la Directiva 2004/25/CE, que también en su Considerando (16) se refiere a que la regla de pasividad de los administradores no "constituya un obstáculo indebido para que la sociedad afectada desarrolle su línea habitual de actividades". Esta expresión que acabo de reproducir es, a mi juicio, sinónima de la tradicional referencia del artículo 14.1 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las OPAs, a "la actividad ordinaria de la sociedad", que, a su vez, debe entenderse equivalente a la gestión ordinaria o cotidiana de la empresa<sup>131</sup>, determinada en función de las actividades que hubiera venido desarrollando antes de la presentación de la OPA<sup>132</sup> y siempre con el objetivo de evitar que la tramitación de la OPA pueda implicarle pérdida de oportunidades de negocio<sup>133</sup>, no al desarrollo de su objeto social, por lo que habrá de atenderse a variables tales como el tipo de operación, su cuantía y sus demás circunstancias que la hagan extraordinaria o, por seguir la terminología de la nueva Ley, ubicada extra muros del curso normal de las actividades de la sociedad<sup>134</sup>;

<sup>128</sup> Así, LE NABASQUE, H., "Mesures de défense...", ob. cit., p. 252, citando uno de los medios de defensa ideados en momento con motivo de la OPA de "MITTAL STEEL" sobre "ARCELOR".

<sup>129</sup> VARELA VARAS, A. y J. JUSTE MENCÍA, "Adquisición...", ob. cit., p. 668 y GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La Oferta...", ob. cit., p. 82. Obsérvese que la regulación española es más clara, por ejemplo, que la francesa, toda vez que como el vigente artículo 233-32-I *Code de commerce*, mantiene durante el periodo de la OPA la competencia del consejo de administración o del consejo de vigilancia de nombramiento del directorio, director general, o uno de los directores generales, que, a su vez, pueden ejercer sus poderes ordinarios durante el citado periodo, se considera por algunos autores que ello quiere decir que la misma actuación puede seguir siendo desarrollada por quienes les nombran; así LE NABASQUE, H., "Mesures de défense...", ob. cit., p. 251.

<sup>130</sup> Así lo destaca en la doctrina GUERRA MARTÍN, G., "Medidas...", ob. cit., p. 776, y resulta además constatado en la práctica por la larga tramitación de la OPA sobre "ENDESA" justamente por el motivo arriba citado y los avatares judiciales que le afectaron en materia específicamente de competencia.

<sup>131</sup> En la doctrina comparada *vid.* el análisis de la diferencia de los conceptos "gestión normal" / "gestión ordinaria", empleado el primero de ellos a estos efectos en el artículo 182.1 del Código de los valores mobiliarios portugués, en VOGLER GUINÉ, O., "A Transposição...", ob. cit., pp. 28-31.

<sup>132</sup> Canon de medida de la normalidad que comparto con GUERRA MARTÍN, G., "Medidas...", ob. cit., pp. 775-776. *Vid.*, en sentido diferente, la enmienda nº 3 del Grupo Parlamentario Popular en el Senado (*Boletín Oficial de las Cortes Generales. Senado*, VIII Legislatura, serie II: Proyectos de Ley, 14 de marzo de 2007), que defendió que se admitiese también el que la sociedad opada pudiese continuar desarrollando proyectos en curso de ejecución que excediesen de su actividad ordinaria.

<sup>133</sup> Como ya dijo el Auto de la Sección 6ª de la Sala de lo Contencioso-Administrativo de la Audiencia Nacional de 10 de noviembre de 2005 ([www.cnmv.es](http://www.cnmv.es)).

<sup>134</sup> GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2730. Cfr. la síntesis de otros autores (TAPIA HERMIDA, A. J., *Régimen jurídico...*, ob. cit., p. 384, DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen jurídico...*, ob. cit., p. 132 y DE CARLOS BERTRÁN, L. y C. DE CÁRDENAS SMITH, "Obligaciones...", ob. cit., p. 534), favorables a identificar actividad normal con objeto social, sobre todo por razones de seguridad jurídica, dada la constancia estatutaria del mismo, que son referidos por FERNÁNDEZ LA GÁNDARA, L. y M. SÁNCHEZ ÁLVAREZ, "Limitación...", ob. cit., p. 236, nota (121), sin adoptar estos últimos ninguna de las interpretaciones enfrentadas, aunque

c) y cuya aplicación pueda frustrar el éxito de la OPA. Nótese que en este punto he reproducido la conjunción copulativa que aparece en el inciso final del segundo párrafo del artículo 60 bis.1 LMV<sup>135</sup>, ya que aprecio una sensible diferencia con el antes mencionado artículo 14.1 del Real Decreto 1197/1991, que no emplea la copulativa citada sino la disyuntiva "o"<sup>136</sup>. Por tanto, con la nueva Ley resulta que su ámbito objetivo es más restringido, pues para que se precise autorización de la Junta General de Accionistas no basta que se trate de una decisión que no se inscriba en el curso normal de actividades de la sociedad sino que también es preciso que, adicionalmente, la aplicación, mejor sería decir la ejecución, de dicha actividad debe tener el efecto de poder frustrar el éxito de la OPA; por tanto, no se precisa autorización de la Junta General cuando se esté ante una decisión insertada en el curso normal de los negocios que no pueda frustrar la OPA de modo que en ese caso la Junta General no precisa intervenir para nada<sup>137</sup>. Hay otra diferencia más entre el nuevo texto legal y el viejo reglamentario, pues en tanto que este último hablaba de que "tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta" ahora:

- no se habla de objetos sino de efectos potenciales<sup>138</sup>, de manera que lo importante es el efecto que pueda producir la ejecución de la decisión, no su finalidad, ni tampoco las valoraciones, comentarios adicionales o calificaciones que se hayan dado a la operación, pues lo que importan son los hechos en sí y no la forma que se hayan presentado por las partes o por terceros<sup>139</sup>. Se elimina, por tanto, la necesidad de acudir al doctrinalmente denominado "test subjetivo", que anteriormente exigía

---

más tarde el primero de ellos sí se acoge a la teoría de la identificación con el objeto social en FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., "Alcance...", ob. cit., p. 308. En realidad, el problema de una falta de determinación diáfana de los límites materiales a la actuación de los administradores existe en otros sectores del Derecho de sociedades, como es el caso del régimen de adquisiciones onerosas de la sociedad durante el periodo inicial, generando también similares problemas interpretativos analizados en su momento con detalle por ROJO FERNÁNDEZ-RIO, A., "Adquisiciones onerosas por Sociedad Anónima durante el periodo inicial", *Derecho mercantil de la Comunidad Económica Europea. Estudios en homenaje a José Girón Tena*, Civitas, Madrid, 1991, pp. 876-879.

En la práctica, recuerdo el antes mencionado Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Barcelona de 13 de febrero de 2006 (Iltmo. Sr. D. Enrique Grande Bustos; AC 2006/360), que considera operación ordinaria el reparto de dividendos que por su cuantía resultan acordes con los que habitualmente venía repartiendo la sociedad afectada en ejercicios precedentes y cuya aprobación se propone en una época del año similar a ejercicios precedentes.

<sup>135</sup> En el mismo sentido, por ejemplo, el artículo 233-32-III *Code de commerce*.

<sup>136</sup> Como ya indicé TAPIA HERMIDA, A. J., *Régimen jurídico...*, ob. cit., p. 384, la citada disyuntiva implicaba que el deber genérico de abstención abarcaba dos tipos de operaciones que se podían presentar diferenciadas o unidas. Por eso mismo, como ya advirtió GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Los recursos...", ob. cit., p. 439, cualquier acto de gestión ordinaria podría estar prohibido siempre que entorpeciese el desarrollo de la OPA.

<sup>137</sup> En el mismo sentido, en la doctrina francesa, analizando el artículo 233-II.2 *Code de commerce*, LE NABASQUE, H., "Mesures de défense...", ob. cit., pp. 252-253.

<sup>138</sup> Entiendo, como hace DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., p. 99, al estudiar el Derecho italiano, que también en España basta la potencialidad de la frustración de la OPA, de modo que no hay que esperar a que la misma se haya efectivamente frustrado.

<sup>139</sup> Como bien dice el Auto del Juzgado de lo Mercantil nº 1 de Barcelona de 13 de febrero de 2006 (Iltmo. Sr. D. Enrique Grande Bustos; AC 2006/360), para en ese caso concreto entender que aunque el Consejo de Administración de la sociedad opada había contratado una campaña de publicidad de la compañía que en su propia página *web* calificaba como "dardo contra la OPA", lo importante, cara a considerar si se trataba de un acto de hostilidad dirigido a perturbar la OPA, fue que la misma se había contratado antes de que se iniciase la OPA y que la finalidad de su contratación había sido explicitada, antes de ese momento, como un lanzamiento de una nueva imagen de la marca y la compañía para todos los públicos y no de sus productos. Distinto sería el caso del lanzamiento de una campaña publicitaria a gran escala para que los accionistas no aceptaran la OPA, ya rechazado en la doctrina comparada por VOGLER GUINÉ, O., "A Transposição...", ob. cit., p. 31, contrario a encajar tales *road-shows* a gran escala en la noción

indagar en la intención de las partes en la realización de sus actuaciones, lo que, sin duda, siempre resulta difícil en términos probatorios, optando ahora el legislador por una articulación objetiva de la norma, conforme a la cual lo decisivo es el resultado principal de la posibilidad de frustración del éxito de la oferta y no su finalidad<sup>140</sup>:

- y se exige algo más que la simple perturbación de la oferta, su frustración, esto es, su fracaso<sup>141</sup>, debiendo interpretarse que existe el mismo cuando se induce al oferente a desistir de la misma<sup>142</sup>.

Combinando, pues, esas dos novedades que aprecio, entiendo que la nueva LMV deja en este punto más campo de actuación a los administradores, que podrán adoptar decisiones que no se inscriban en el marco normal de actividades de la sociedad afectada cuando su ejecución no frustre el éxito de la oferta, aunque pueda afectarle en alguna medida, debiendo concretar el Reglamento de desarrollo (cosa que no hace el PROPA), en aras de la necesaria seguridad jurídica, hasta qué punto puede admitirse esa afectación no frustrante de la oferta.

Esta nueva situación pone, por tanto, fin a la función preventiva o profiláctica de la prohibición genérica de realización de operaciones que se salgan de la gestión ordinaria, clásicamente destacada en la doctrina española<sup>143</sup>. Y además, también se deja más campo de actuación a los administradores, en el sentido de que podrán adoptar decisiones que puedan frustrar el éxito de la oferta cuando las mismas se encuentren dentro del curso normal de actividades de la sociedad.

Por otro lado, con esta previsión entiendo que lo que el legislador busca es evitar que se pretendan sustraer al control de la Junta General decisiones que pueden frustrar el éxito de la OPA mediante el subterfugio de vincularlas a decisiones ya adoptadas antes del *dies a quo* del tan citado plazo a concretar reglamentariamente. Considero que, por tanto, no sólo se están sujetando a control de la Junta General los actos de ejecución de las decisiones ya adoptadas antes del inicio de dicho plazo reglamentario.

Por ello entiendo que también debe concluirse que en este punto la nueva legislación en el artículo 60 bis LMV deja al margen las medidas preventivas anti-OPA

---

de gestión ordinaria de la sociedad, permitida a los administradores portugueses de la sociedad opada por el artículo 182.1 del Código de los valores mobiliarios.

<sup>140</sup> ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "Las ofertas...", ob. cit., p. 55 –partidario de la inversión de la carga de la prueba cuando la operación perturba la oferta, para que fueran los administradores los que debieran probar la no perturbación, tesis que exigía una *probatio diabolica*, pues se trataba de exigirles la prueba de un hecho negativo-, GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2731 y GUERRA MARTÍN, G., "Medidas...", ob. cit., p. 775. A favor del mantenimiento de tal requisito de subjetividad, *vid.* la enmienda nº 3 del Grupo Parlamentario Popular en el Senado (*Boletín Oficial de las Cortes Generales. Senado*, VIII Legislatura, serie II: Proyectos de Ley, 14 de marzo de 2007), defendiendo además la especificación de que la sociedad opada pudiera ejercer acciones judiciales que pudieran afectar a la OPA, salvo que las mismas no tuviesen por finalidad principal la protección de los intereses de la sociedad y de sus accionistas sino impedir el éxito de la OPA.

<sup>141</sup> Cfr. la previsión opuesta bajo la vigencia del Real Decreto 1197/1991, donde ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "Las ofertas...", ob. cit., p. 51, resaltó que el acto simple dirigido a la perturbación de la OPA se incluía en la prohibición.

<sup>142</sup> En este punto entiendo que la situación no varía respecto de la precedente por lo que sigue siendo sostenible la conclusión que en este mismo sentido ya alcanzó GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "OPAs...", ob. cit.

(*shark repellents*), pues el objeto del artículo 60 bis LMV son las tácticas defensivas ejecutadas por los administradores una vez que ya ha sido lanzada la OPA hostil contra la sociedad, tanto por decisiones posteriores a la misma como por decisiones que son tácticas previas a la misma que exigen un segundo refrendo por la Junta<sup>144</sup>. Entre tales medidas preventivas se suelen incluir a los contratos con cláusulas especialmente pensadas para el caso de una OPA hostil, tales como los que condicionan la continuidad de una relación contractual especialmente valiosa para la sociedad a la ausencia de cambios en su administración o las que conceden opciones sobre activos clave de la sociedad o las cláusulas de indemnizaciones cuantiosas para el caso de cese de los administradores, así como una ampliación de capital aún no ejecutada<sup>145</sup>.

Por último, el segundo párrafo del artículo 60 bis.1 LMV también implica que en el ordenamiento jurídico español no son posibles las autorizaciones de medidas defensivas "en blanco", prestadas por la Junta General, ya que se entiende que la Junta sólo podrá decidir adecuadamente sobre la adopción de tales medidas respecto de una concreta OPA, cuando la misma ya haya sido lanzada y pueda tener, por tanto, un conocimiento completo de ella<sup>146</sup>.

### 5.- El principio de reciprocidad.

En el mismo ámbito de la adopción de medidas defensivas por la sociedad afectada, el artículo 60 bis.2 LMV, reproducido *ad pedem literae* en los dos primeros párrafos del artículo 28.5 PROPA, introduce la reciprocidad o *level playing field* (igualdad de condiciones de juego<sup>147</sup>) con otros países, fijado en función de la sede social de la sociedad que lanza la OPA<sup>148</sup>. Conforme a este principio el Consejo podrá defender a la sociedad como crea conveniente, sin contar con la autorización de la Junta, si la sociedad que lanza la OPA<sup>149</sup> es extranjera y puede utilizar medidas defensivas sin limitación alguna; por tanto, la protección legal de los intereses de los accionistas acaba dependiendo de una circunstancia accidental, arbitraria e

<sup>143</sup> GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2730.

<sup>144</sup> Explícitamente así lo reconoce SÁNCHEZ ANDRÉS, A., "Deber...", ob. cit., p. 2187, reiterando su recelo a la intervención de la Junta General de Accionistas en estos casos. Cfr. con el régimen precedente, en el cual las medidas preventivas no resultaban afectadas por el deber de pasividad, como ya puso de manifiesto TAPIA HERMIDA, A. J., *Régimen jurídico...*, ob. cit., p. 379, que resalta la irretroactividad de los límites a las facultades de actuación de los administradores.

<sup>145</sup> Sigo la clara exposición de la diferencia entre medidas preventivas y tácticas o medidas defensivas de GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., pp. 2725-2726, de quien también extraigo la enumeración de tácticas defensivas en *loc. ult. cit.*, p. 2740, añadiendo más tarde el mismo autor, GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La Oferta...", ob. cit., p. 82, el último de los supuestos enumerados.

<sup>146</sup> *Vid. esp.* en este sentido DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., pp. 104-109.

<sup>147</sup> Con GOYET, Ch., N. RONTCHEVSKY y M. STORCK, "Droit...", ob. cit., p. 438 y VITALI, M. L., "I lavori per il recepimento della direttiva opa nel Regno Unito: regola della passività, regola della neutralizzazione e principio di reciprocità", *Rivista delle Società*, julio-agosto 2006, p. 841.

<sup>148</sup> Para evitar la reducción innecesaria del alcance del principio de reciprocidad, según indicó la justificación de la enmienda nº 18 del Grupo Parlamentario Socialista en el Congreso (*Boletín Oficial de las Cortes Generales. Congreso de los Diputados*, VIII Legislatura, Serie A: Proyectos de Ley, 29 de noviembre de 2006, núm. 108-6).

<sup>149</sup> En Francia, conforme al artículo 233-33 *Code de commerce*, basta también que la sociedad que controle a la que lance la OPA esté en la mencionada situación, como destacan GOYET, Ch., N. RONTCHEVSKY y M. STORCK, "Droit...", ob. cit., pp. 443-444, al tiempo

insustancial como es la nacionalidad del oferente<sup>150</sup>. Con ello se busca evitar discriminaciones legales, protegiendo la economía nacional, de modo que las empresas no actúen en el mercado con ventajas societarias unas sobre otras, aunque ello sea a costa de poder desproteger a los accionistas y, lo que es más importante, de contradecir las reglas pro-inversor o pro-mercado que, teóricamente, están en la base del deber de pasividad, por lo que la reciprocidad muestra tanto que hay una fuerte desconfianza frente a la pasividad como que son otros los valores que subyacen a tal deber de pasividad<sup>151</sup>. Valores que contrastan con los de poner coto a los regímenes proteccionistas, evitar retorsiones perjudiciales para el comercio internacional o reducir la complejidad en la recepción de la Directiva, que anidan en quienes niegan la aplicación de la citada regla<sup>152</sup>.

Las decisiones que se adopten en tal sentido están sujetas a la decisión de la Junta General con sujeción a los ya estudiados términos del artículo 103 LSA, exigiéndose que tal decisión haya sido adoptada, como máximo, dieciocho meses antes de que la OPA se haya hecho pública. Debe estarse, pues, a la comparación de dos fechas: la de adopción del acuerdo, esto es, fecha de la Junta en que se haya aprobado el mismo, y la fecha de la publicación de la OPA en la que se dejará sin aplicación el artículo 60 bis.1 LMV.

Nótese la importancia que tiene el hecho de que el legislador haya optado finalmente por mantener en la Junta General de Accionistas el poder de decidir sobre si aplicar o no el antes citado principio de reciprocidad. Se salvó así una crítica que se hizo acertadamente en la doctrina al que entonces era artículo 60 bis.2 del Anteproyecto de Ley del Ministerio de Economía y Hacienda, que establecía imperativamente que "Las sociedades no estarán sujetas a los dispuesto en el apartado anterior cuando sean objeto de una oferta pública de adquisición formulada por una entidad que no esté sujeta a tales normas o equivalentes, o bien, por una entidad controlada por aquella, directa o indirectamente, de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 42 del Código de comercio"; y es que, efectivamente, con la previsión que acabo de reproducir la operatividad del artículo 60 bis.1 LMV y, lo que es más importante, la protección legal de los intereses de los accionistas, acababa

---

que analizan el *iter* legislativo del precepto, y BONNEAU, T., "La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition", *Droit des Sociétés*, nº 5, mayo 2006, p. 8.

<sup>150</sup> GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Deber...", ob. cit., añadiendo que la situación resulta irrisoria. A efectos prácticos, por ejemplo, en la Unión Europea son países que no sujetan a los administradores de sus sociedades al deber de pasividad, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos o Dinamarca, como advierten LE NABASQUE, H. y Ph. PORTIER, "Mesures...", ob. cit., p. 39.

<sup>151</sup> Con la lógica argumentación en tal sentido de GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia...", ob. cit., pp. 34-35. Cfr. la acritica admisión de la reciprocidad en la legislación francesa de transposición que hace en nuestra doctrina MUÑOZ PÉREZ, A. F., "Aprobación...", ob. cit., p. 658.

<sup>152</sup> Caso de los inversores institucionales, la banca, las entidades financieras y, en general, los *stakeholders* ingleses, como analiza VITALI, M. L., "I lavori...", ob. cit., p. 844.



dependiendo exclusivamente de una circunstancia accidental, la nacionalidad del oferente<sup>153</sup>.

## 6.- La esperada previsión legal de consecuencias jurídicas por la infracción del artículo 60 bis LMV.

Analizado hasta ahora el régimen legal de plasmación del deber de pasividad queda por ver qué ocurre cuando el mismo se ve infringido por los administradores de la sociedad afectada, el problema más grave a juicio de la doctrina clásica en esta materia<sup>154</sup>. Es lo que en la moderna doctrina basada en el análisis económico del Derecho se ha venido a identificar como un problema de estrategia de *enforcement*, clave para que el deber de pasividad tenga eficacia<sup>155</sup>.

Una de las clásicas críticas expuestas por la doctrina española a la hora de analizar el viejo régimen de las OPAs en relación con los deberes de pasividad de los administradores vino siendo el de la ausencia, en el antiguo Real Decreto de OPAs, de sanciones específicas para los administradores que incumplieran tales deberes, laguna que existía, y esto era más importante, en la LMV, lo que, por aplicación del principio de tipicidad en materia de sanciones administrativas hacía fracasar la pretensión de imposición de las mismas<sup>156</sup>. Situación que contrasta, por ejemplo, con la punición penal italiana en el artículo 192.3 de su Código penal<sup>157</sup>.

Ello hacía que, en realidad, no existiese un auténtico deber jurídico a cargo de los administradores de la sociedad afectada. Tal situación indeseable se explicaba por el hecho de que el Real Decreto de OPAs carecía de rango normativo suficiente para prever tales sanciones, materia reservada a la LMV<sup>158</sup>.

Con la reforma de la LMV se salva esa situación, ya que el artículo 99.r bis LMV pasa a contemplar como infracción muy grave el incumplimiento por los órganos de administración y dirección de las obligaciones establecidas en el artículo 60 bis LMV y en su desarrollo reglamentario. Con ello el deber de pasividad deja de ser una mera declaración de principios, cuya aplicación dependía en gran medida de la buena voluntad de los administradores, una solución evidentemente nada razonable en términos de política jurídica<sup>159</sup>. Y con esta medida se satisface además el deseo manifestado ya por los analistas económicos del Derecho de que el que denominan *enforcement* público del deber de pasividad a cargo de la CNMV cumple

<sup>153</sup> Recojo la crítica de GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Luces y sombras...", ob. cit., p. 50 y en cierto sentido también de ARRANZ PUMAR, G., "Mercado de valores", *DN*, nº 192, septiembre 2006, pp. 82-83.

<sup>154</sup> ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "Las ofertas...", ob. cit., p. 55.

<sup>155</sup> GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia...", ob. cit., pp. 12 y ss.

<sup>156</sup> ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "Las ofertas...", ob. cit., p. 56, al analizar críticamente la situación anterior.

<sup>157</sup> Que imponía una multa pecuniaria ya analizada con detalle, por ejemplo, por DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., pp. 119-120.

<sup>158</sup> GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2746.

<sup>159</sup> GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., p. 2750, criticando en este sentido el régimen derogado.

satisfactoriamente las condiciones de legitimidad, aptitud y eficiencia, pues sus costes compensan el coste razonable que supone todo el entramado institucional que debe ser organizado al efecto por el Estado<sup>160</sup>.

Quedan al margen las posibilidades que siguen existiendo, aunque no estén contempladas en la LMV y aunque su utilidad práctica sea muy débil, especialmente por razón de que se trata de medidas sólo materializables a largo plazo, de que:

- a) los actos realizados en infracción del artículo 60 bis LMV sean nulos, conforme al artículo 6.3 CC<sup>161</sup>, por infracción de una norma imperativa, y por ello impugnables según lo previsto en el artículo 143 LSA<sup>162</sup>,
- b) así como de que los administradores que infrinjan las prohibiciones contenidas en el referido precepto puedan ser objeto de demandas de responsabilidad civil, a través del ejercicio de la acción individual de responsabilidad (artículo 135 LSA), para resarcir a los accionistas la diferencia entre el precio que podrían haber obtenido por la OPA triunfante y el inferior precio de cotización al día de la finalización del plazo de la OPA e incluso hasta el precio inferior de cotización que se hubiese alcanzado posteriormente, imputable al fracaso de la OPA, no, por ejemplo, a pérdidas generales del mercado<sup>163</sup> (caso inédito en la práctica jurisprudencial española<sup>164</sup>) e incluso la posibilidad de tener que responder frente a la sociedad oferente perjudicada por el fracaso de su OPA a causa de la medida defensiva infractora de la regla de pasividad<sup>165</sup>.

Es evidente que, en este último ámbito, además, la conducta de los administradores, adoptando medidas defensivas, puede implicar infracción de su deber de lealtad impuesto por el artículo 127 ter LSA, especialmente en su manifestación de deber de abstención, que impone en su apartado 3, en casos de conflicto de intereses, entre los que se debe incluir, sin duda, el de adoptar medidas

<sup>160</sup> Vid. in extenso GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia...", ob. cit., pp. 35-41, en lo que es la tesis central de su trabajo.

<sup>161</sup> Lo mismo que ocurría con la infracción del artículo 14 del antiguo Real Decreto 1197/1991, como ya razonaron en su momento TAPIA HERMIDA, A. J., *Régimen jurídico...*, ob. cit., p. 389 y ROJO FERNÁNDEZ-RÍO, A., "Las ofertas...", ob. cit., p. 56.

En el Derecho comparado vid. la discusión habida en la doctrina italiana a propósito de esta misma cuestión con nada menos que tres opiniones diferentes (validez de las operaciones emprendidas contra la prohibición, nulidad por infracción de una norma imperativa de prohibición *ex artículo 1418 Codice civile*, anulabilidad conforme a los artículos 2391 y 1394 *Codice civile*); así, QUATRARO, B. y L. G. PICONE, *Manuale...*, ob. cit., p. 45, sin adoptar una postura propia al respecto, y DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., pp. 120-121, inclinándose por la validez. En la doctrina portuguesa, por su parte, VOGLER GUINÉ, O., "A Transposição...", ob. cit., p. 40, concluye que el artículo 9.2 de la Directiva 2004/25 es una norma de deberes (norma de conducta), no de competencias (norma de competencia), y su infracción la remite a la responsabilidad de los administradores infractores.

<sup>162</sup> Ya DE CARLOS BERTRÁN, L. y C. DE CÁRDENAS SMITH, "Obligaciones...", ob. cit., p. 539.

<sup>163</sup> TAPIA HERMIDA, A. J., *Régimen jurídico...*, ob. cit., pp. 390-391, DE CARLOS BERTRÁN, L. y C. DE CÁRDENAS SMITH, "Obligaciones...", ob. cit., p. 540, GARRIDO GARCÍA, J. M<sup>a</sup>., "La actuación...", ob. cit., pp. 2747-2750 y esp. MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F., *La acción individual de responsabilidad frente a los administradores de sociedades de capital (art. 135 LSA)*, Marcial Pons, Madrid-Barcelona, 2005, pp. 274-275 y GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia...", ob. cit., p. 24, en lo relativo a la cuantificación de la responsabilidad.

<sup>164</sup> Mal indicio de eficacia, como ya advirtieron GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia...", ob. cit., p. 13, al tiempo que *loc. ult. cit.*, p. 27, alertaron de que tal situación es común en la práctica comparada.

<sup>165</sup> En la doctrina científica italiana, DESANA, E., *OPA...*, ob. cit., p. 120.

anti-OPA<sup>166</sup>; justamente esta situación es la que, a mi juicio, puede mitigar las críticas que ya se han hecho en la doctrina española a la adopción de la mencionada regla de la reciprocidad, pues allí donde no llegue, por causa de la misma, el deber de abstención puede llegar el deber de lealtad<sup>167</sup>. Pero es cierto que todavía la responsabilidad de los administradores por deslealtad se encuentra poco desarrollada en España, a la espera de que pueda seguirse por el legislador la Recomendación complementaria 6 CUBG, especialmente en lo relativo a la especificación del deber de lealtad de los administradores en esta materia, en lo referente al reconocimiento de legitimación directa a los accionistas como derecho de la minoría –a mi juicio debería ser un derecho de minoría decreciente para resultar realmente efectivo y tutelador de las minorías en las cotizadas- y, por último, en la elevación de las sanciones, incluso más allá de la devolución del enriquecimiento injusto para comprender también la imposición de multas privadas, para que tuviesen un verdadero efecto disuasorio<sup>168</sup>.

Para concluir no quiero dejar sin referir que el hecho de que la Junta General haya aprobado las medidas defensivas no exonera de responsabilidad a los administradores que las hayan ejecutado, si las mismas resultasen lesivas, como deviene de la aplicación del artículo 133.4 LSA y ello incluso en relación con la responsabilidad frente a la propia sociedad por el ejercicio de la acción social cuando al menos no vote a favor el cinco por ciento del capital social<sup>169</sup>.

<sup>166</sup> En este sentido, *vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Deber...", *ob. cit.*, ZUNZUNEGUI PASTOR, F., "La suspensión...", *ob. cit.* y GÓMEZ POMAR, F. y M<sup>a</sup>. I. SÁEZ LACAVE, "La eficacia...", *ob. cit.*, pp. 2 y 5-6, donde confrontan el encaje dogmático del deber de pasividad en el deber de lealtad que contrasta con la concepción doctrinal mayoritaria en Alemania, que ataca tal deber de pasividad y lo deja prácticamente vacío de contenido desde la base de considerar que la normativa que lo regula es de orden competencial, encargándose de la distribución de competencias entre el órgano de administración y la Junta General.

<sup>167</sup> *Vid.* GARCÍA DE ENTERRÍA LORENZO-VELÁZQUEZ, J., "Deber...", *ob. cit.*, cuando envidia la eficacia de los estrictos deberes fiduciarios de los administradores norteamericanos.

<sup>168</sup> Es patente que el CUBG siguió en este punto las aportaciones anteriores de uno sus redactores, PAZ-ARES RODRÍGUEZ, C., "La responsabilidad de los administradores como instrumento de gobierno corporativo", [www.indret.com](http://www.indret.com), 162, octubre de 2003, pp. 25-28.

<sup>169</sup> *Cfr.* QUATRARO, B. y L. G. PICONE, *Manuale...*, *ob. cit.*, pp. 43-44 y DESANA, E., *OPA...*, *ob. cit.*, pp. 121-122, que resume el debate existente al respecto en la doctrina italiana y los problemas específicos que allí está generando el complejo nuevo artículo 2364.5 *Codice civile*. Tales problemas, a mi juicio, no existen en España, donde puede *cfr.* la tesis de MARÍN DE LA BÁRCENA GARCIMARTÍN, F., *La acción individual...*, *ob. cit.*, p. 275, para quien no hay responsabilidad porque el administrador tiene el deber de ejecutar las medidas acordadas por la Junta General.

