

ARTÍCULOS

» La OPA por toma indirecta o sobrevenida del control

Revista Derecho de Sociedades nº 33, 2009-2
 Luis Miguel de Dios Martínez
 Doctor en Derecho
 Socio de CMS Albiñana & Suárez de Lezo

La OPA por toma indirecta o sobrevenida del control*

Luis Miguel de Dios Martínez

Doctor en Derecho, Abogado, CMS Albiñana & Suárez de Lezo

Resumen: El presente artículo estudia la regulación de apartes supuestos en los que la toma del control de una sociedad cotizada se produce de forma indirecta, a través de otra sociedad o entidad, o sobrevenida o pasiva, en virtud de operaciones cuya finalidad última no es, al menos en principio, producir una toma de control. En este sentido, se analizan los supuestos de hecho planteados por la norma, su función normativa y los mecanismos puestos a disposición del obligado para eludir, en su caso, la obligación de formular una oferta pública.
Palabras clave: Oferta pública de adquisición, control indirecto, sobrevenida o pasiva, Elusión de la obligación de formular una oferta pública de adquisición.
Abstract: This article examines the regulation of takeovers in cases where the acquisition of control of a listed company occurs in an indirect manner, through a third company or entity, or in an unexpected or passive manner by means of transactions, the aim of which is not, at least in principle, to create such a takeover. In this regard, it analyses the specific cases set forth in the law, their regulatory function, and the mechanisms provided in order to avoid, where appropriate, the obligation to launch a takeover bid.
Keywords: Takeover bid, indirect, unexpected or passive acquisition of control. Avoidance of the obligation to launch a takeover bid.

SUMARIO
 I.- ASPECTOS PRELIMINARES: LA FUNCIÓN DEL RÉGIMEN LEGAL DE OPA POR TOMA INDIRECTA O SOBREVENIDA DEL CONTROL.
 II.- LA TOMA INDIRECTA DEL CONTROL.
 1. Consideraciones generales.
 2. Delimitación: la adquisición indirecta.
 3. Configuración: fusión y toma de control.
 2.1. La remisión al artículo 4 RDOPAS.
 2.2. La fusión y la toma de control.
 3.2.1.- La fusión.
 3.2.2.- La toma de control.
 4. Efectos de la toma indirecta del control.
 4.1. Referencia al cómputo de plazos.
 4.2. La prohibición de ejercicio de derechos políticos por encima del 30 por 100.
 4.3. La materialización de la opción del obligado.
 III.- LAS TOMAS SOBREVENIDAS DEL CONTROL.
 1. Consideraciones Generales.
 2. Supuestos de toma sobrevenida del control.
 2.1. Reducción de capital.
 2.2. Canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones derivadas de instrumentos que dan derecho a ello.
 2.3. Variaciones de autocarartera.
 2.4. Contratos o compromisos de aseguramiento.
 3. Efectos de la toma sobrevenida del control.
 3.1. Referencia al cómputo de plazos.
 3.2.- La prohibición de ejercicio de derechos políticos por encima del 30 por ciento.
 3.3.- Materialización de la opción del obligado: OPA, enajenación del exceso de derechos de voto y dispensa.
 3.3.1.- La enajenación del exceso y la dispensa.
 3.3.2.- La formulación de la OPA.
 3.3.3.- Materialización de la opción del obligado: OPA, enajenación del exceso de derechos de voto y dispensa.

Resumen: El presente artículo estudia la regulación de aquellos supuestos en los que la toma del control de una sociedad cotizada se produce de forma indirecta, a través de otra sociedad o entidad; o sobrevenida o pasiva, en virtud de operaciones cuya finalidad última no es, al menos en principio, producir esa toma de control. En este sentido, se analizan los supuestos de hecho planteados por la norma, su función normativa y los mecanismos puestos a disposición del obligado para eludir, en su caso, la obligación de formular una oferta pública.

Palabras clave: Oferta pública de adquisición, control indirecto, sobrevenido o pasivo. Elusión de la obligación de formular una oferta pública de adquisición.

Abstract: This article examines the regulation of takeovers in cases where the acquisition of control of a listed company occurs in an indirect manner, through a third company or entity; or in an unexpected or passive manner by means of transactions, the aim of which is not, at least in principle, to create such a takeover. In this regard, it analyses the specific cases set forth in the law, their regulatory function, and the mechanisms provided in order to avoid, where appropriate, the obligation to launch a takeover bid.

Key Words: Takeover bid, indirect, unexpected or passive acquisition of control. Avoidance of the obligation to launch a takeover bid.

Sumario: I.- Aspectos preliminares: la función del régimen legal de OPA por toma indirecta o sobrevenida del control. II.- La toma indirecta de control. 1.- Consideraciones generales. 2.- Delimitación: la adquisición indirecta. 3.- Configuración: fusión y toma de control. 3.1.- La remisión al artículo 4 RDOPAS. 3.2.- La fusión y la toma de control. 3.2.1.- La fusión. 3.2.2.- La toma de control. 4.- Efectos de la toma indirecta del control. 4.1.- Referencia al cómputo de plazos.

4.2.- La prohibición de ejercicio de derechos políticos por encima del 30 por ciento. 4.3.- La materialización de la opción del obligado. 4.3.1.- La enajenación del exceso y la dispensa. 4.3.2.- La formulación de la OPA. III.- Las tomas sobrevenidas del control. 1.- Consideraciones Generales. 2.- Supuestos de toma sobrevenida del control. 2.1.- Reducción de capital. 2.2.- Canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones derivadas de instrumentos que dan derecho a ello. 2.3.- Variaciones de autocarartera. 2.4.- Contratos o compromisos de aseguramiento. 3.- Efectos de la toma sobrevenida del control. 3.1.- Referencia al cómputo de plazos. 3.2.- La prohibición de ejercicio de derechos políticos por encima del 30 por ciento. 3.3.- Materialización de la opción del obligado: OPA, enajenación del exceso de derechos de voto y dispensa.

I.- Aspectos preliminares: la función del régimen legal de OPA por toma indirecta o sobrevenida del control

En ocasiones las fusiones y las tomas de control societario, incluso sobre sociedades no cotizadas, conllevan, de forma indirecta, la toma de control de otra sociedad con acciones admitidas a negociación. De igual modo, determinadas operaciones societarias pueden producir, como efecto colateral, la toma de control de la propia sociedad que las realiza por parte de uno de sus accionista. Así lo reconoce el artículo 3.1.c) RDOPAS, que remite para la regulación de este tipo de supuestos al artículo 7 del mismo cuerpo legal; un precepto que tiene su antecedente en el artículo 3 RDOPAS 1991, y del que incluso toma parte de su redacción¹.

¹ Ello, pese a las diferencias existentes entre los sistemas de OPA en los que respectivamente se encuadran ambas regulaciones; es decir, entre el sistema de OPA parcial *a priori* del RDOPAS 1991 y el sistema de OPA total y *a posteriori* del actual RDOPAS. Así, llama la atención que el artículo 3 RDOPAS 1991 aludiese a la "fusión o toma de control" de otra sociedad, cuando el derogado

Pero más allá de las diferencias o similitudes entre una y otra normativa, interesa en este punto esbozar sucintamente las funciones que subyacen a la regulación del citado artículo 7, pues este dato constituye un elemento hermenéutico de singular importancia para la resolución de algunas de las cuestiones más relevantes que plantean las tomas de control indirectas y sobrevenidas de sociedades cotizadas. A este respecto, y con carácter general, cabe entender que este precepto constituye una cláusula de cierre del actual sistema de ofertas públicas, siendo su finalidad doble. Por una parte, cumple una función anti-fraude, pues trata de evitar que escapen al régimen de OPA obligatoria determinados supuestos en los que el control sobre una sociedad cotizada no se adquiere de forma inmediata, sino de forma mediata o indirecta, a través de otra sociedad “o entidad”. Por otra parte, el artículo 7 cumple, asimismo, una función moderadora del rigor inherente a la normativa sobre OPAs, estableciendo para ello un mecanismo que permite su elusión en aquellas situaciones en las que, si bien desde un punto de vista objetivo existe una toma de control de una sociedad cotizada, desde una perspectiva subjetiva no concurre una verdadera voluntad en tal sentido.

II.- La toma indirecta del control

1.- Consideraciones generales

El primero y quizás el más complejo de los supuestos de hecho previstos por el artículo 7 RDOPAS se refiere a los casos de adquisición indirecta del control. A este respecto, parte, en su primer apartado, de la fusión o toma del control de una sociedad o entidad (incluso no admitida a negociación en ningún mercado o no domiciliada en España)² que, a su vez, participe de forma directa o indirecta en el capital de una sociedad cotizada. En estos casos deberá formularse una OPA a un precio *equitativo*, si, como consecuencia de esa fusión o toma de control, se alcanza en la sociedad cotizada el porcentaje de derechos de voto indicado en el artículo 4 RDOPAS. Todo ello, salvo que se reduzca el exceso de derechos de voto o se obtenga de la CNMV una dispensa con arreglo a lo previsto en el artículo 4.2.

Este supuesto de hecho, aun no siendo nuevo, resulta un tanto llamativo, pues, en nuestro Ordenamiento Jurídico únicamente quedan sujetas al régimen de ofertas públicas determinadas operaciones sobre sociedades cotizadas. Por

el contrario, tratándose de otro tipo de sociedades la regla general es la aplicación de la libre voluntad de las partes intervinientes. El que, en este caso, se relacione la toma de control de una sociedad no cotizada con la obligación de formular una oferta pública sobre una sociedad cotizada, responde, ante todo, a la función que el artículo 7.1 está llamado a desempeñar. Conforme a lo indicado anteriormente, este precepto constituye, ante todo, una norma de cierre del actual sistema de OPA obligatoria, a la vez que preventiva de comportamientos fraudulentos; comportamientos que consistirían en estructurar las operaciones de toma de control de sociedades cotizadas a través de *entidades* interpuestas, con la finalidad de burlar la obligación de OPA y, por consiguiente, los derechos de los accionistas minoritarios³. Pero como estas disposiciones sólo han de encontrar aplicación en aquellos casos en los que esté justificado, el artículo 7.1 tiene en consideración, asimismo, la otra función ya esbozada, brindando un cauce para evitar el rigor de esta normativa cuando el control de la sociedad cotizada no era realmente una consecuencia deliberadamente buscada por el obligado. Para ello, la norma le permite “deshacer” la posición de control alcanzada.

El artículo 7.1, por lo demás, alude a que la sociedad intermedia tenga una participación directa o indirecta en el “*capital social de una tercera sociedad cotizada*”. Llama la atención, así, que no haya tomado como referencia la noción *derechos de voto*, que, al fin y al cabo, es la base sobre la que se asienta el RDOPAS. No obstante, atendida la función del actual régimen de OPA obligatoria, ello puede considerarse una mera imprecisión terminológica. En efecto, los sistemas de OPA obligatoria están regidos, con carácter general, por una función de tutela del Mercado. Esa función la cumple el RDOPAS habilitando un mecanismo por el que, en caso de cambio de control de una sociedad cotizada, sus accionistas pueden liquidar su inver-

³ Así, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Ed. Civitas, Madrid, 1999, pp. 84 y 85; SALA I ANDRÉS, A.M., *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*, Ed. Bosch, Barcelona, 2000, p. 329; ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., “Adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa”, en SÁNCHEZ CALERO, F., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)* I, CDBB. Madrid, 1993, pp. 78 y 79; e *idem*, “La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el Real Decreto 1.197/1991”, en AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Ed. Deusto, Bilbao, 1992, pp 150 y 151. Una función adicional que se ha atribuido es la de defensa frente a la toma de control de grandes grupos financieros, en la medida en que ello supondría la obligación de formular OPAs “*en cascada*”; así, VARELA VARGAS, A. / JUSTE MENCÍA, J. / ERLAIZ COTELO, I., “Las operaciones *Public to Private*”, en ALVAREZ ARJONA, J.M. (dir.), ERLAIZ COTELO, I (coord.), Ed. Thompson Aranzadi, Cizur Menor, 2006, p. 649.

Real Decreto establecía un sistema de OPA cuyo supuesto de hecho principal partía de la adquisición onerosa de acciones (artículo 1 RDOPAS 1991). Sobre esta cuestión, *vid.*, con carácter general, DE DIOS MARTÍNEZ, L.M. / RECALDE CASTELLS, A., “La OPA obligatoria”, *NEU* 285/2008, pp. 59 y ss.

² Que, a los efectos de este trabajo, se denominará “*sociedad intermedia*”.

sión⁴. A partir de este dato, cabe entender que el supuesto de hecho del artículo 7.1 se cumple también cuando la sociedad intermedia, al margen de la participación que pueda tener en el capital de la sociedad cotizada, ostenta derechos de voto por cualquier otro concepto o causa. Ello queda claro, por lo demás, a partir de la remisión que este precepto hace al artículo 4 (sobre esta cuestión, *infra* 3.1), así como sobre la base de las normas de cómputo del artículo 5.

⁴ Efectivamente, el actual RDOPAS, a diferencia del RDOPAS 1991, no tiene como finalidad primordial asegurar un reparto equitativo de la *prima de control* que el adquirente está dispuesto a satisfacer. Por el contrario, la función que subyace al régimen de OPAS del RDOPAS vigente se centra, ante todo, en otorgar a los accionistas de la sociedad afectada una especie de derecho de separación *sui generis* (y, únicamente en menor medida, un reparto de la eventual prima de control); todo ello con el fin último de tutelar el Mercado y maximizar su eficiencia. Sobre los aspectos teleológicos de los sistemas de OPA obligatoria, DE DIOS MARTÍNEZ, L.M. / RECALDE CASTELLS, A., “La OPA obligatoria”, *op. cit.*, pp. 59 y ss; GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La OPA obligatoria*, Ed. Civitas, Madrid, 1996, pp. 135 y ss; aunque también *idem*, *Mercado de control (...)*, p. 96 (así como la p. 148 del Informe Anual de la CNMV correspondiente a 1990 -en contra de lo dicho-, citado en esta última obra); y SÁNCHEZ ANDRÉS, “Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva legislación española”, en AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Ed. Deusto, Bilbao, 1992, pp. 3 y ss. Asimismo *vid.* alguna referencia en GARCÍA MANDALONIZ, M., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Ed. Bosch, Barcelona, 2009, pp. 53 y 54. En la doctrina extranjera, WYMEERSCH, E., “La oferta pública de adquisición obligatoria. Una opinión crítica”, en AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Ed. Deusto, Bilbao, 1992, pp. 52 y ss; COSTI, R. / ENRIQUES, L., *Il mercato mobiliare*, en COTTINO, G. (dir.), *Tratato di Diritto Commerciale*, VIII, Ed. CEDAM, Padova, 2004, p. 130; ENRIQUES, L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell’opa obligatoria*, Ed. Il Mulino, Bologna, 2002, pp. 81 y 82; DAVIES, P.L., *Principles of modern company law*, Ed. Sweet & Maxwell, London, 2008, pp. 1017 y ss; EKKENGA, J. / SCHULZ, D., en EHRICKE, U. / EKKENGA, J. / OECHSLER, J., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Ed. C.H. Beck, München, 2003, pp. 434 y 435; MEYER, A.H., en GEIBEL, S. / SÜSSMANN, R., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Verlag C.H. Beck, München, 2008, p. 636; MÜLBERT, P.O., “Umsetzungsfragen der Übernahmerrichtlinie – erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften des WpÜG”, *NZG* 14/2004, p. 635; HARBARTH, S., “Kontrollerlangung und Pflichtangebot”, *ZIP* 8/2002, p. 322; KOCH, R., “Passiver Kontrollerwerb und Pflichtangebot”, *ZIP* 28/2008, p. 1261; y VON BÜLOW, en HIRTE, H. / VON BÜLOW, C., *Kölner Kommentar zum WpÜG*, *op. cit.*, pp. 1020 y 1021.

2.- Delimitación: la adquisición indirecta

Otra de las cuestiones que se plantean inmediatamente al abordar el estudio del artículo 7.1 RDOPAS es su delimitación frente al artículo 4.1.a). El primero de los preceptos lleva por rúbrica el enunciado “*tomas de control indirectas o sobrevenidas*”, mientras que el artículo 4.1.a) alude al supuesto de alcanzar “*directa o indirectamente*” el porcentaje de derechos de voto al que la norma asocia la toma de control (30 por ciento). La cuestión, ciertamente, no revestiría mayor trascendencia si no fuera porque el artículo 7 establece un plazo especial de tres meses para la formulación de la correspondiente oferta, mientras que, por la vía del artículo 4.1.a), ese plazo sería de un mes a partir de la fecha del correspondiente anuncio (artículo 17 RDOPAS). Además, el artículo 7 prevé mecanismos para eludir la formulación de la OPA, mientras que el artículo 4.1.a) no establece nada al respecto.

La duda planteada puede aclararse a partir de la función normativa que desempeña cada uno de los preceptos citados. El artículo 4.1.a) no impone una obligación concreta de formular una OPA; esa obligación viene dada, con carácter general, por el artículo 3, al amparo de la cobertura que le dispensa el artículo 60 LMV. El artículo 4.1.a), por el contrario, sólo contribuye a integrar esa obligación, estableciendo, genéricamente, algunos de los supuestos en los que se entiende producida una toma de control. Lo que sucede es que, al hacerlo, constata que el control puede alcanzarse también de forma indirecta, tal y como resulta de algunos de los supuestos previstos en el artículo 5 RDOPAS. En cambio, el artículo 7 sí establece la obligación de formular una OPA, constituyendo un supuesto autónomo y específico que se diferencia claramente del artículo 4.1.a), tal y como deriva del artículo 3.1.c). Por consiguiente, puede concluirse que, entre ambos preceptos no existe redundancia alguna⁵.

⁵ Así, ALONSO LEDESMA, C., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Ed. Bosch, Barcelona, 2009, pp. 216 y 217. En la práctica, ello quedó constatado en el caso Altadis, S.A. - Imperial Tobacco Group PLC. La OPA formulada por Altadis, S.A. determinó la adquisición indirecta de más del 50 por ciento de la sociedad cotizada Compañía de Distribución Integral Logista, S.A. Este caso no planteó dudas y fue abordado por la CNMV por la vía del artículo 7.1 RDOPAS. En Derecho comparado no es frecuente tratar los supuestos de OPA por toma de control indirecta sobre la base de una regulación equivalente a la del artículo 7, sino a partir de un apoyo normativo más genérico similar al que dispensa el artículo 4.1.a) RDOPAS; *vid.*, así, el § 35 WpÜG y las diversas cuestiones que plantea: HOMMELHOFF, P. / WITT, C., en HAARMANN, W. / SCHÜPPEN, M., *Frankfurter Kommentar zum WpÜG*, Verlag Recht und Wirtschaft, 3. Auflage, Frankfurt am Main, 2008, p. 888; VON BÜLOW, en HIRTE, H. / VON BÜLOW, C., *Kölner*

3.- Configuración: fusión y toma de control

El artículo 7.1 parte de aquellas situaciones en las que en una sociedad cotizada se alcanza, de forma directa o indirecta, “el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4”, a través de la *toma de control* o *fusión* de una sociedad intermedia. Este enunciado plantea dos cuestiones: por una parte, la remisión al artículo 4; por otra, el alcance de los términos *fusión* y *toma de control*.

3.1.- La remisión al artículo 4 RDOPAS

La primera cuestión a abordar es, efectivamente, si la remisión que el artículo 7.1 hace al artículo 4 debe entenderse referida, de forma exclusiva, al umbral del 30 por ciento de derechos de voto fijado por el apartado 1.a) de este precepto o si, por el contrario, debe entenderse incluido, asimismo, el supuesto del apartado 1.b); esto es, cuando se ostenta un porcentaje de derechos de voto inferior y se produce la designación de consejeros en la proporción allí prevista.

En definitiva, debe analizarse si la remisión abarca los supuestos de toma indirecta de control a través del control del consejo de administración. Cabe pensar, así, en el supuesto en el que una entidad que tiene un 20 por ciento de los derechos de voto de una sociedad cotizada y que ha designado a siete de los quince miembros del consejo de administración, adquiere el control de una sociedad intermedia que, a su vez, cuenta con el 8 por ciento de los derechos de voto y dos consejeros en la misma sociedad cotizada. El resultado es que, de forma directa e indirecta, la primera sociedad acaba con un 28 por ciento de los derechos de voto de la sociedad cotizada (sin alcanzar, por tanto, el umbral de control) pero con nueve consejeros, por lo que pasa a ostentar una posición de control, identificada en la designación de más de la mitad de los consejeros. Los términos en los que ha quedado redactado el artículo 7.1 plantean dudas.

En una primera aproximación, y si se tiene en cuenta la función del nuevo sistema de OPAs (es decir, permitir la *separación* de los accionistas en caso de cambio de control)⁶, habría que concluir que, efectivamente, el apartado 1.b) del artículo 4 debería entenderse incluido en la remisión que, de forma genérica, realiza el artículo 7.1⁷. A ma-

yor abundamiento, cabría argumentar también que, si se hubiese querido referir la cuestión exclusivamente al umbral del 30 por ciento de derechos de voto, hubiese sido suficiente, bien haber especificado el apartado al que la remisión habría de entenderse referida (esto es, sólo al apartado 1.b), o bien haber indicado explícitamente que se trataba del citado umbral. Pero eso no se ha hecho, por lo hay que atender a otros argumentos, que permiten alcanzar la conclusión contraria.

Hay que tener en cuenta que el artículo 4.1.b) alude a que la designación de consejeros relevante a estos efectos ha de efectuarse en el plazo de los veinticuatro meses posteriores a la adquisición del porcentaje de derechos de voto inferior al 30 por ciento. En el caso planteado a modo de ejemplo existe, ciertamente, una adquisición (aunque sea indirecta)⁸, pero, en cambio, no se da designación alguna de consejeros, pues la designación imputable a la sociedad intermedia cuyo control se adquiere es preexistente y no subsiguiente. Desde luego, podría plantearse una ficción por la que la designación se entendiese efectuada por el adquirente en el momento en el que se produce la adquisición del control de la sociedad intermedia, de modo que, así, quedara integrado el supuesto del artículo 4.1.b). Pero ello no sería coherente. La norma ha establecido un plazo de veinticuatro meses para que la designación de consejeros sea relevante. Por tanto, las designaciones de consejeros posteriores a esos veinticuatro meses carecen de relevancia; y si ello es respecto de las posteriores, no hay motivo para considerar de forma diferente las designaciones anteriores al inicio de ese plazo. Sostener lo contrario implicaría forzar en exceso, y en perjuicio de la seguridad jurídica, la interpretación de una normativa que, como la de OPAs, es limitativa de la autonomía privada, motivo por el cual ha de ser interpretada de forma restrictiva⁹.

obligación de formular la OPA por el nombramiento de la mayoría de esos miembros”; esta afirmación, sin embargo, parece que ha de entenderse al amparo de lo que posteriormente indica este mismo autor en la p. 178.

⁸ Llama la atención que la norma exija que concurra una adquisición de acciones, dado que ello es más propio de un sistema de OPA como el del RDOPAS 1991, basado en el reparto de la prima de control. Sobre este particular, RECALDE CASTELLS, A. / DE DIOS MARTÍNEZ, A., “Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia: una cuestión polémica”, *Diario La Ley*, nº 5929, de 9 de enero de 2004, pp. 5 y 6.

⁹ En este sentido, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAs*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Cizur Menor, 2009, p. 198; así como (aunque referido al artículo 3.1 RDOPAS 1991) GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control (...)*, op. cit., pp. 81 y ss. Vid. también, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*, op. cit., p. 175 y 178.

Kommentar zum WpÜG, Verlag KG, Köln, 2003, pp. 1032 y ss; y SCHLITT, M., en *Münchener Kommentar zum AktG*, IX-1, 2. Auflage, Verlag C.H. Beck, München, 2002, pp. 509 y ss.

⁶ Vid. *supra* nota 5.

⁷ A este respecto, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*, Ed. Civitas Thomson Reuters, Cizur Menor, 2009, p. 175: “(...) tal omisión no es decisiva ante la norma contenida en el artículo 60.2 de la LMV que establece la

Para apoyar esta argumentación cabría, por lo demás, traer a colación otros elementos implícitos en la norma. Así, cabe destacar que el artículo 7.1.a) emplea el singular (“el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4”), lo que permite concluir que la remisión sólo puede entenderse referida a uno de los dos apartados del artículo 4.1: el a), que se refiere al umbral del 30 por ciento de derechos de voto. Además, cuando el último párrafo del artículo 7.1 establece los remedios que permiten eludir la formulación de la OPA, se refiere, únicamente, a “reducir el exceso de derechos de voto”; nada se dice, en cambio, de una eventual reducción del número de consejeros.

A la vista de los argumentos expuestos cabe concluir, pues, que la remisión que el artículo 7.1 hace al artículo 4 ha de entenderse realizada al apartado 1.a) de este último precepto. Por consiguiente, el artículo 7.1 sólo quedará integrado cuando, a resultas de la fusión o toma de control de la sociedad intermedia, se alcanza en la sociedad cotizada un porcentaje de derechos de voto de, al menos, el 30 por ciento¹⁰. Esta conclusión pone de manifiesto una cierta laguna en el RDOPAS, pues puede darse una situación de cambio de control sin que ello conlleve la obligación de formular una OPA¹¹.

Naturalmente, la OPA no quedaría excluida si, en un caso como el del ejemplo planteado, se produjera una designación de consejeros con posterioridad a la toma de control de la sociedad intermedia pero dentro del plazo de los veinticuatro meses. Lo que ocurre es que, en este caso, no se trataría ya de un supuesto del artículo 7.1, sino de una obligación de OPA que surgiría directamente del artículo 4.1.b)¹². Ello queda claro si se tiene presente que la normativa sobre tomas de control indirectas tiene por objeto supuestos en los que el control se adquiere de forma, en cierto modo, involuntaria, razón por la cual se permite eludir la obligación de formular una OPA. La designación de un nuevo consejero es, en cambio, un signo inequívoco de que se quiere ejercer el control, por lo que, en tal caso, no procede habilitar los remedios que brinda el artículo 7.1.

¹⁰ Vid. ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, op. cit., pp. 134 y 200; y ALONSO LEDESMA, C., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, op. cit., p. 221.

¹¹ Aunque referido al RDOPAS 1991, vid. PÉREZ-RENOVALES, J., “Las ofertas públicas de adquisición de valores”, en URÍA, F. (coord.), *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Ed. La Ley, Las Rozas, p. 643.

¹² SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*, op. cit., p. 178.

3.2.- La fusión y la toma de control

3.2.1.- La fusión

El caso regulado por el artículo 7.1 debe entenderse referido a aquellos supuestos en los que una entidad intermedia participa en un proceso de fusión, siendo así que, a resultas de ese proceso, la entidad absorbente o resultante alcanza o excede el umbral del 30 por ciento de los derechos de voto en una sociedad cotizada. Se trata, por tanto, de un supuesto distinto al de las tomas de control directo por fusión ex artículo 8.g) RDOPAS¹³; esto es, cuando, en virtud de la ecuación de canje fijada, uno de los accionistas alcanza en la “sociedad cotizada resultante” ese porcentaje de derechos de voto¹⁴.

Cabe preguntarse, sin embargo, por la razón por la cual se ha incluido la fusión junto a la toma de control a los efectos de configurar el supuesto de hecho del artículo 7.1. Esta distinción tenía su explicación en el RDOPAS 1991, pues su artículo 3 establecía diferencias entre las consecuencias jurídicas de la fusión y de la toma de control, considerando para ello si se trataba de sociedades *de cartera* o cuyo activo esencial eran las acciones de la sociedad cotizada, o de sociedades de otro tipo. El actual RDOPAS, sin embargo, no establece tal diferencia, fijando un tratamiento homogéneo al margen del cauce por el que se produzca la toma de control.

Una posible explicación del mantenimiento de la distinción sería que, en ausencia de una referencia expresa a la fusión, habría que preguntarse si las regulaciones sobre OPAs y sobre modificaciones estructurales (fusión, escisión, etc.) son excluyentes o complementarias. O dicho en otros términos, se plantearía la duda acerca de si una toma

¹³ Sobre estos supuestos, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAs*, op. cit., pp. 227 y ss; ALONSO LEDESMA, C., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, op. cit., p. 260 y ss; y DE CÁRDENAS SMITH, C., “Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control”, *RMV* 5/2009, pp. 217 y ss.

¹⁴ Vid., así, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)*, op. cit., p. 176; ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAs*, op. cit., p. 198; *idem.*, “Adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa”, op. cit., pp. 81 y 82; ALONSO LEDESMA, C., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, op. cit., p. 222; y SALA I ANDRÉS, A.M., *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*, op. cit., p. 336.

de control indirecta a través de una fusión habría de dar lugar a una OPA o si, por el contrario, bastaría con aplicar el régimen propio de las fusiones, toda vez que éste ya otorga un cierto nivel de protección a los accionistas minoritarios¹⁵.

Sin embargo, esta explicación no resulta satisfactoria, pues, al fin y al cabo, en los supuestos de toma indirecta de control por fusión las medidas societarias de protección alcanzan a los socios de las entidades *intermedias* que se fusionan, pero no a los de la sociedad cotizada afectada. Así pues, y a falta de una razón clara que justifique esta referencia (tal y como ocurría con el artículo 3 RDOPAS 1991), cabe entender que la mención de la fusión sólo puede tener dos razones: o bien se ha querido explicitar que es una forma de toma indirecta del control, ampliando para ello la definición; o bien que, en sede de redacción del RDOPAS se ha tomado, de forma casi literal y sin mayores consideraciones, el enunciado del artículo 3 RDOPAS 1991¹⁶. En todo caso, es preciso constatar que la fusión es un supuesto más de toma de control; es decir, en el artículo 7.1 la fusión no es, en realidad, un supuesto autónomo, sino un cauce para alcanzar indirectamente ese control.

3.2.2.- La toma de control

Mayores problemas plantea el sentido que ha de atribuirse a la expresión “*toma de control*” sobre la sociedad intermedia, pues el artículo 7 RDOPAS ni fija con nitidez los criterios para la interpretación de esta expresión, ni tampoco remite a otras normas que pudieran aclarar su alcance.

Esta cuestión ya planteó ciertos problemas bajo el RDOPAS 1991. Las opiniones doctrinales aparecían entonces divididas, fundamentalmente, en dos posiciones. Por una parte, algunos autores sostenían que, en ausencia de concreción por la norma, debía acudir a los criterios de los artículos 4 LMV y 42 Ccom. Desde otro punto de vista, se entendía que había de diferenciarse según la sociedad intermedia objeto de la toma de control fuera o no una sociedad cotizada, de modo que, en el primer caso, dicha toma de control existiría por la mera adquisición de una participación significativa (según ésta se definía en el RDOPAS 1991), mientras que, en el segundo caso, la toma de control quedaba sujeta a la concurrencia o no de alguno de los supuestos previstos en el artículo 42 Ccom¹⁷.

Las dudas que planteaba el artículo 3.1 RDOPAS 1991 subsisten actualmente en términos prácticamente idénticos¹⁸. Cabe preguntarse, en este sentido, si, respecto del artículo 7.1 RDOPAS, pueden reproducirse los mismos argumentos y soluciones entonces utilizados. Pero ello no es tan sencillo, pues la actual normativa contiene elementos nuevos que, a su vez, determinan que la cuestión haya de plantearse de forma ligeramente distinta. Efectivamente, el RDOPAS vigente se asienta sobre unos presupuestos que difieren de los que fundaban el RDOPAS 1991, pues se ha pasado de un sistema de OPA obligatoria parcial *a priori*, basado en la noción de *adquisición de una participación significativa* en el capital de una sociedad cotizada, a un sistema de OPA total *a posteriori*, que asume como referencia la noción de *toma de control*, noción esta que, a diferencia de lo que sucedía en el RDOPAS 1991, cuenta con

¹⁵ La relación entre las modificaciones estructurales y las OPAs ha sido una cuestión ciertamente controvertida e interesante, pero que el ámbito de este trabajo impide abordar. *Vid.*, sobre esta cuestión, SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “OPA, fusión y modificación de estatutos: aproximación al tema en Derecho europeo, comparado y español”, en SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J.C. / OLEO BANET, F. / MARTÍNEZ FLOREZ, A., *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Ed. Thompson Civitas, Cizur Menor, 2008, pp. 1589 y ss. Estas controversias se han dado también otros países europeos; así, en el caso de la fusión *HypoVereinsbank / Bank Austria*, el regulador bursátil austriaco consideró que la fusión de esta entidad con aquella debía dar lugar a la formulación de una OPA, al objeto de dar a los accionistas minoritarios de *Bank Austria* un “derecho de salida”, y ello, aun cuando, a resultas de la fusión, no se producía una toma de control en sentido estricto por ningún accionista. Del mismo modo, en la doctrina alemana se han planteado dudas acerca de la relación entre la normativa sobre OPAs (*WpÜG*) y la de modificaciones estructurales (*UmwG*); así, SCHLITT, M., en *Münchener Kommentar zum AktG*, *op. cit.*, p. 514; y también NOACK, U., en SCHWARK, E., *Kapitalmarkts-Kommentar*, Verlag C.H. Beck, München, 2004, p. 1855.

¹⁶ De hecho, el propio artículo 7.1 mantiene, en su segundo párrafo, parte de una redacción proveniente del RDOPAS 1991, al aludir a alcanzar los “*mencionados porcentajes*”. Ello no es sino tributario del régimen de OPA parcial previgente, que escalonaba la obligación de formular una OPA en función de los distintos porcentajes que se alcanzasen en el capital de la sociedad afectada.

¹⁷ Sobre esta cuestión, respectivamente, ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., “Adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa”, *op. cit.*, pp. 83 a 85; *idem*, “La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el Real Decreto 1.197/1991”, *op. cit.*, pp. 154 y 155; y DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen Jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Ed. Civitas, Madrid, 1993, p. 50. Para una exposición más detallada, SALA I ANDRÉS, A.M., *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*, *op. cit.*, pp. 332 y ss.

¹⁸ Dudas similares se plantean también en otros Ordenamientos, como el alemán; en particular, la noción del “*mittelbarer Kontrollwerb*” del § 35 WpÜG (en línea con lo anteriormente apuntado, hace una referencia genérica similar al artículo 4.1 RDOPAS); así, VON BÜLOW, en HIRTE, H. / VON BÜLOW, C., *Kölner Kommentar zum WpÜG*, *op. cit.*, pp. 1032 y 1033.

un cierto desarrollo normativo (artículos 60.2 LMV y 4.1 RDOPAS).

En definitiva, y de forma sucinta, la cuestión que ha de abordarse es la opción por una de las siguientes alternativas: (i) si la *toma de control* de la sociedad intermedia ha de interpretarse a la luz de los artículos 60.2 LMV y 4 RDOPAS y, por tanto, en el sentido de que se alcance un cierto porcentaje de derechos de voto (el 30 por ciento) o se designe un determinado número de consejeros, o (ii) si, por el contrario, esa toma de control ha de analizarse bajo el prisma de los artículos 4 LMV y 42 Ccom, de modo que ésta sólo existiría si se da alguno de los supuestos allí previstos. Los criterios hermenéuticos que, a estos efectos, cabe poner en liza son básicamente dos: la interpretación literal y la teleológica. No obstante, dependiendo de su enfoque, los resultados que se obtienen pueden no ser coincidentes, tal y como se verá a continuación.

Por lo que a la interpretación literal se refiere, debe destacarse que el artículo 4.1 RDOPAS (con base en el artículo 60.2 LMV), además de definir la expresión "*participación de control*", señala que ésta se establece "*a los efectos del presente Real Decreto*". De este modo, el citado precepto viene a instaurar una presunción *iuris et de iure* respecto de lo que ha de entenderse por *control* a los efectos de los supuestos regulados en el RDOPAS. En su virtud, el contenido del artículo 7.1 habría de integrarse con el artículo 4.1, de forma que la toma de control de la sociedad intermedia quedaría consumada en el momento en que se diera cualquiera de los supuestos establecidos en este último precepto; es decir, alcanzando un 30 por ciento o más de los derechos de voto de dicha sociedad intermedia o designando a más de la mitad de sus consejeros. Y ello, con independencia de que la sociedad intermedia sea o no una sociedad cotizada.

Ahora bien, la conclusión que se alcanza desde esta perspectiva literal no resulta satisfactoria. Como se ha apuntado anteriormente, el RDOPAS positiviza un régimen legal de OPA basado en la toma de control de una sociedad cotizada; control que se cifra, fundamentalmente, en términos de derechos de voto¹⁹, con independencia del porcentaje de capital que su adquirente pueda mantener en la sociedad

¹⁹ En definitiva, la noción de control evoca la capacidad de decidir sobre los recursos de una sociedad. Y ese poder de decisión corresponde a los órganos sociales de administración (señaladamente, el consejo de administración). Ahora bien, toda vez que la configuración del consejo de administración y la designación de sus miembros tiene lugar a través de la decisión de los socios, cobra especial relevancia la posibilidad de votar en la junta general y, por consiguiente, los derechos de voto. Así, DE DIOS MARTÍNEZ, L.M. / RECALDE CASTELLS, A., "La OPA obligatoria", *op. cit.*, p. 65.

afectada, así como de la causa por la que se ostenten esos derechos (ya se trate de una adquisición de acciones con voto, de un usufructo de acciones con atribución del derecho de voto, de la cesión de derechos de voto, etc.)²⁰. Pero en todo caso, el RDOPAS asume que existe una situación de control desde el momento en el que concurre cualquiera de las circunstancias fijadas en los artículos 60.2 LMV y 4.1 RDOPAS.

El problema es que, analizando detenidamente estas normas, se advierte que esta presunción *iuris et de iure* del artículo 4.1, puesta en relación con el artículo 3 RDOPAS, sólo cobra sentido pleno cuando el titular tiene una disponibilidad directa e inmediata sobre los derechos de voto que conforman el porcentaje al que la norma asocia el control de una sociedad cotizada. Además, cuando el artículo 3.1 RDOPAS impone la obligación de formular una OPA, lo hace respecto de quienes alcancen el control (en los términos del artículo 4.1) "*de una sociedad cotizada*"²¹. Ello se entiende si se tiene en cuenta la génesis de la norma, pues, a la hora de fijar el umbral del 30 por ciento de los derechos de voto, el legislador comunitario consideró, exclusivamente, las sociedades de este tipo. De hecho, ese

²⁰ Así, SÁNCHEZ ANDRÉS, "Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva legislación española", en AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, *op. cit.*, p. 6. *Vid.* asimismo, en la doctrina extranjera, FLEISCHER, H. / KALSS, S., *Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, München, 2002, p. 136; VON BÜLOW, en HIRTE, H. / VON BÜLOW, C., *Kölner Kommentar zum WpÜG*, *op. cit.*, p. 1032; PENTZ, A., "Acting in concert – Ausgewählte Einzelprobleme zur Zurechnung und zu den Rechtsfolgen", *ZIP* 29/2001, p. 1483 y 1484; EKKENGA, J. / SCHULZ, D., en EHRIKKE, U. / EKKENGA, J. / OECHSLER, J., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, *op. cit.*, pp. 440 y 441; y SCHLITT, M., en *Münchener Kommentar zum AktG*, *op. cit.*, p. 510.

²¹ Lo que supone, en definitiva, una aplicación del concepto de control resultante de los artículos 4 LMV y 42 Ccom, que, respecto de las sociedades cotizadas, pasa a incluir los supuestos de control del 30 por ciento de los derechos de voto. Por lo demás, *vid.* SALA I ANDRÉS, A.M., *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*, *op. cit.*, p. 334 y 335. En la doctrina alemana, con alusión a los §§ 2.6 y 35 WpÜG (respectivamente, conceptos de filial y de control) y 290 HGB (control a efectos de Grupo -*Bilanzrechtlicher Konzernbegriff*-), NOACK, U., en SCHWARK, E., *Kapitalmarkts-Kommentar*, *op. cit.*, pp. 1856 y ss; HOMMELHOFF, P. / WITT, C., en HAARMANN, W. / SCHÜPPEN, M., *Frankfurter Kommentar zum WpÜG*, *op. cit.*, p. 888; SCHLITT, M., en *Münchener Kommentar zum AktG*, *op. cit.*, pp. 513; EKKENGA, J. / SCHULZ, D., en EHRIKKE, U. / EKKENGA, J. / OECHSLER, J., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, *op. cit.*, 2003, p. 451; MEYER, A.H., en GEIBEL, S. / SÜSSMANN, R., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, *op. cit.*, p. 647; y HOPT, K.J. / MÜLBERT, P.O. / KUMPAN, C., "Reformbedarf im Übernahmerecht", *AG* 4/2005, p. 111.

porcentaje se estableció a partir de la constatación de que, sobre la base del *quorum* medio de asistencia en las juntas generales de las sociedades cotizadas europeas, un accionista con el porcentaje del 30 por ciento de los derechos de voto controla, *de facto*, la sociedad en cuestión²². Pero, naturalmente, esta regla no tiene por qué cumplirse en el caso de las sociedades no cotizadas.

Cuando la titularidad de los derechos de voto es indirecta o está de algún modo condicionada, la cuestión cobra un cariz diferente. No debe olvidarse que el enunciado del artículo 7.1 RDOPAS se compone de dos elementos: (i) la toma de control o fusión de la sociedad intermedia y (ii) “alcanzar”, directa o indirecta, el porcentaje de derechos de voto señalado en el artículo 4. En definitiva, se trata de que, a través del control de la sociedad intermedia, se adquiera, a su vez, el control sobre ese porcentaje de derechos de voto en la sociedad cotizada. Esta aproximación al problema planteado obliga a diferenciar entre distintos supuestos; en particular, distinguiendo según la sociedad intermedia tenga o no la condición de sociedad cotizada.

En el caso de que la sociedad intermedia sea una sociedad cotizada, será de aplicación la presunción *iuris et de iure* anteriormente referida desde el momento en el que concurre alguna de las situaciones previstas en el artículo 4.1 RDOPAS. En efecto, si se alcanza el 30 por ciento de los derechos de voto de una sociedad cotizada intermedia, podrá, a su vez, entenderse consumada la toma de su control y, en su virtud, *alcanzada* indirectamente la participación del 30 por ciento de los derechos de voto de la segunda sociedad cotizada. Y lo mismo ocurrirá si se produce la designación de más de la mitad de los miembros del consejo de administración de la sociedad cotizada intermedia²³. Por supuesto, si ese control no es efectivo, porque existe otro accionista que ostenta ya una posición de control en la

sociedad intermedia, concurrirá un caso la dispensa *ex artículo 4.2*, por lo que no será preciso formular una OPA ni sobre la sociedad intermedia ni sobre la segunda sociedad. Al fin y al cabo, si no hay un control efectivo sobre la sociedad intermedia menos aún lo habrá sobre la segunda sociedad cotizada.

Ahora bien, si, por el contrario, la sociedad intermedia no tiene la condición de sociedad cotizada y se alcanza el 30 por ciento de los derechos de voto, no tiene por qué entenderse consumada una toma de control, pues, como se ha dicho, la presunción *iuris et de iure* establecida por los artículos 60.2 LMV y 4.1 RDOPAS ha de entenderse limitada a las sociedades cotizadas. En definitiva, la toma de control de una entidad no cotizada sólo se logra en la medida en que, más allá de cualquier presunción, el adquirente pueda ejercer el control de forma efectiva con arreglo a lo previsto en las normas societarias generales. Sólo así se puede *alcanzar* el 30 por ciento de los derechos de voto de la sociedad cotizada²⁴.

Por último, y a mayor abundamiento, debe tenerse presente que la normativa sobre OPAs no constituye sino un régimen legal limitativo de la autonomía privada que, en tanto que tal, reduce el ámbito de actuación de los particulares. Esto implica, según se ha dicho anteriormente, la necesidad de que las disposiciones aplicables en esta materia sean interpretadas de forma restrictiva. Y ello no puede ser de otro modo en el caso del artículo 7.1, pues, como se ha visto, las tomas de control a las que alude el RDOPAS vienen referidas sólo a las sociedades cotizadas. No cabe, en consecuencia, ampliar a todo tipo de entidades un concepto de *toma de control* previsto y diseñado para un tipo concreto de sociedad²⁵.

²² Sobre esta cuestión, KLEINDIECK, D., “Funktion und Geltungsanspruch des Pflichtangebots nach dem WpÜG”, ZGR 4-5/2002, pp. 546 y ss; FLEISCHER, H. / KALSS, S., *Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, *op. cit.*, p. 131; MÜLBERT, P.O., “Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwachstelle des RegWpÜG”, ZIP 29/2001, p. 1225; WYMEERSCH, E., “Übernahmeangebote und Pflichtangebote”, ZGR 4-5/2002, pp. 525 y ss; HARBARTH, “Kontrollerrangung und Pflichtangebot”, *op. cit.*, pp. 322 y 323; MEYER, A.H., en GEIBEL, S. / SÜSSMANN, R., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, *op. cit.*, pp. 637 y 638; y SCHOCKENHOFF, M. / SCHMANN, A., “Acting in concert”, ZGR 4/2005, pp. 575.

²³ Lógicamente, habrá que tener en cuenta también las normas de cómputo del artículo 5 y, en particular, los supuestos de celebración de pactos parasociales que establece su apartado 1.b); así, ALONSO LEDESMA, C., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 179 y ss.

²⁴ Esta interpretación, que ya fue mantenida por parte de la doctrina bajo el RDOPAS 1991, ha tenido su aplicación práctica por la propia CNMV, que ha atendido a la necesidad de que el cambio de control en la sociedad intermedia sea efectivo. El supuesto se produjo en relación con un cambio en la titularidad del 50 por ciento del capital social de una sociedad limitada que, a su vez, ostentaba más del 50 por ciento del capital social de una sociedad cotizada. Evidentemente, ese cambio en la composición accionarial alcanzaba todos los límites previstos en los artículos 1 y 3 RDOPAS 1991. Sin embargo, la CNMV estimó que no se producía un cambio de control, toda vez que el adquirente, pese a la relevancia de la adquisición efectuada, no alcanzaba el control de la sociedad limitada intermedia y, por consiguiente, tampoco el control sobre el porcentaje de capital que ésta ostentaba en capital de la sociedad cotizada. Sobre este supuesto, GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control (...)*, *op. cit.*, pp. 81 y ss.

²⁵ ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAs*, *op. cit.*, p. 198; así como (aunque referido al artículo 3.1 RDOPAS 1991) GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control (...)*, *op. cit.*, pp. 81 y ss.

A partir de lo que ha quedado expuesto, cabe concluir que la noción de *toma de control* sólo puede ser entendida en el sentido de lo dispuesto en los artículos 60.2 LMV y 4.1 RDOPAS en tanto que la sociedad intermedia sea cotizada, por cuanto, para ellas, existe una ley especial que se superpone y aplica con preferencia a la norma general sentada por el artículo 4 LMV. Por el contrario, tratándose de entidades de otro tipo, habrá de estar a lo dispuesto en el artículo 4 LMV que, a su vez, remite al artículo 42 Ccom²⁶.

4.- Efectos de la toma indirecta del control

Una vez que concurre el supuesto de hecho del artículo 7.1, el obligado incurre, como se ha apuntado anteriormente, en la obligación de formular una OPA sobre el 100 por cien de la sociedad cotizada cuyo control se adquiere de forma indirecta. No obstante, esa obligación puede eludirse si, en plazo de tres meses, se enajena el número de derechos de voto necesario para reducir el exceso sobre los “porcentajes señalados” (en realidad, por debajo del 30 por ciento) y, entre tanto, no se ejercen los derechos políticos *excedentes*, o bien, si se obtiene una dispensa de la CNMV en los términos previstos en el artículo 4.2. Esta regulación plantea diversas cuestiones que conviene abordar²⁷.

4.1.- Referencia al cómputo de plazos

Con arreglo a lo dispuesto en el artículo 16.2 RDOPAS, quien se encuentre en alguno de los supuestos del artículo

7 deberá hacerlo público y difundirlo en los términos establecidos en el artículo 82 LMV, indicando, si procede, bien su intención de solicitar una dispensa, bien su decisión de formular una OPA, o bien su intención de reducir su participación por debajo del umbral de oferta. En el caso de que le sea denegada la dispensa, el oferente deberá hacer pública y difundir, en los mismos términos, su decisión alternativa.

El problema, sin embargo, es que ni el citado artículo 16.2, ni ninguna otra disposición del RDOPAS, detallan el plazo en el que el obligado ha de efectuar tal comunicación²⁸. Es preciso, por ello, acudir al propio artículo 82 LMV, el cual establece que la información relevante ha de publicarse de forma inmediata, tan pronto como se produzca o concurra el hecho o circunstancia de que se trate. En consecuencia, la comunicación a la que se refiere el artículo 16.2 habrá de efectuarse tan pronto como se haya producido el supuesto de hecho que integra el artículo 7.1; esto es, en cuanto se haya verificado la *toma de control* o la *fusión* de la sociedad intermedia²⁹ y, en su virtud, el control mediato sobre al menos el 30 por ciento de los derechos de voto de la sociedad cotizada.

Será de aplicación, por tanto, lo antes indicado; es decir, tratándose de una sociedad intermedia no cotizada habrá que estar a los artículos 4 LMV y 42 Ccom, mientras que si la sociedad intermedia sí es cotizada, habrá que atender al artículo 4.1 RDOPAS (esto es, adquisición del 30 por ciento de los derechos de voto, con independencia de la causa de la adquisición³⁰, o designación de más de la mitad de los consejeros). A su vez, en el caso de que el obligado optase por solicitar una dispensa a la CNMV, deberá hacerlo, y comunicarlo como información relevante, en el momento de

²⁶ Conforme, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAs*, op. cit., pp. 197 a 201; ALONSO LEDESMA, C., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, op. cit., pp. 218 y ss; y VIVES RUIZ, F., *Las operaciones de «public to private» en el Derecho de OPAs español*, Ed. Thompson Civitas, Cizur Menor, 2008, pp. 203 y ss. En la doctrina extranjera, ENRIQUES, L., *Merito del controllo societario e tutela degli investitori (...)*, op. cit., pp. 81 y ss; COSTI, R. / ENRIQUES, L., *Il mercato mobiliare*, op. cit., p. 132; HOMMELHOFF, P. / WITT, C., en HAARMANN, W. / SCHÜPPEN, M., *Frankfurter Kommentar zum WpÜG*, op. cit., pp. 887 y 888; MEYER, A.H., en GEIBEL, S. / SÜSSMANN, R., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, op. cit., pp. 647 y 648; SCHLITT, M., en *Münchener Kommentar zum AktG*, op. cit., pp. 510 y ss; CAHN, A. / SENGGER, M., “Das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen”, *Finanz Betrieb* 5/2002, pp. 291 y ss; y EKKENGA, J. / HOFSCHROER, J., “Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Teil II)”, *DStR* 18/2002, pp. 775 y 775.

²⁷ La técnica legislativa del RDOPAS no está exenta de críticas en este punto; así ALONSO LEDESMA, C., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, op. cit., p. 227.

²⁸ Ello contrasta con otros Ordenamientos, como el alemán, en el que el § 35.1 WpÜG fija un plazo de siete días naturales a contar desde la fecha en la que el obligado tuviera o debiera haber tenido conocimiento de que adquiriría el control.

²⁹ A este respecto, se ha defendido en la doctrina extranjera, probablemente con razón, que no es preciso que el obligado cuente con toda la información, sino con la esencial que permita conocer que se ha alcanzado el control. Eventualmente, la comunicación inicial podrá completarse posteriormente. Así, WEINBERG / BLANK, *Takeovers and Mergers*, Ed., Sweet & Maxwell / Thomson Reuters, 5th Edition, London, 2009, p. 4210.

³⁰ Así, si la adquisición es consecuencia de una OPA formulada sobre una sociedad intermedia cotizada, cabe entender que la adquisición se produce con ocasión de la liquidación de la oferta. A este respecto resulta ilustrativo el precedente Altadis, S.A. - Imperial Tobacco Group PLC - Compañía de Distribución Integral Logista, S.A., en la que la CNMV requirió a Imperial Tobacco Group PLC para que comunicase su opción respecto de Logista en la fecha de la publicación del resultado de su OPA formulada sobre Altadis (comunicación de información relevante de Imperial Tobacco número 88529, de 25 de enero de 2008).

la toma de control³¹. Si la dispensa fuera denegada, la obligación de comunicación de la solución alternativa nacerá tan pronto como sea notificada esa denegación. En cuanto a los supuestos de fusión, cabe la duda en cuanto a si la fecha de comunicación debería referirse a la de la inscripción o la de los acuerdos de fusión³². Sin embargo esto último podría resultar excesivo, por lo que el *dies a quo* habría de situarse, ex artículo 21 Ccom, en la fecha de la publicación de la inscripción³³.

1.

Por otra parte, el artículo 7.1 RDOPAS establece un plazo de tres meses para materializar alguna de las opciones de las que dispone el obligado; esto es, para “formular” la OPA o para “reducir el exceso” de derechos de voto. En el caso de que la opción elegida fuera la formulación de la OPA, ello no parece que signifique que la totalidad del proceso de oferta deba quedar concluido en tres meses, sino que la solicitud de autorización de la oferta a que se refiere el artículo 17 RDOPAS deberá presentarse a la CNMV dentro del citado plazo, con independencia de que la tramitación se extienda más allá. Del mismo modo, si el obligado se decantase por desprenderse del exceso de derechos de voto, éste deberá haberse reducido en la fecha en la que se cumplan los tres meses. En ambos casos, cabe entender que el *dies a quo* del cómputo del citado plazo vendrá dado por la fecha en la que haya surgido la obligación de comunicar la decisión del obligado con arreglo a lo dispuesto en el artículo 16.2 RDOPAS.

4.2.- La prohibición de ejercicio de derechos políticos por encima del 30 por ciento

Otra de las consecuencias que se derivan de la toma de control indirecta de sociedades cotizadas es la prohibición de ejercicio de los derechos políticos que excedan del 30 por ciento. A estos efectos ha de tenerse en cuenta el

³¹ A este respecto, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, op. cit., p. 140.

³² En este sentido, ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., “Adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa”, op. cit., p. 90.

³³ Así, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, op. cit., p. 178. Aunque esta conclusión es coherente con el artículo 21 Ccom, debe tenerse en cuenta que, al margen de la presunción legal establecida en ese precepto, el BORME tiene escasa difusión. Por ello, podría haberse contemplado, quizás, la posibilidad de referir el *dies a quo* a la fecha de publicación de la comunicación de información relevante (artículo 82 LMV). El problema es que ello hubiese supuesto dejar en manos de la sociedad la posibilidad de modular el inicio del cómputo. Sobre la solución a esta cuestión en la doctrina alemana, VON BÜLOW, en HIRTE, H. / VON BÜLOW, C., *Kölner Kommentar zum WpÜG*, op. cit., pp. 1051 y ss.

párrafo segundo del propio artículo 7.1, pero también el artículo 32.2 RDPOAS³⁴. Las regulaciones contenidas en estos dos preceptos presentan, sin embargo, ciertas diferencias que conviene poner de manifiesto y aclarar.

La OPA deviene obligatoria tan pronto como se produce el supuesto previsto en el artículo 7.1. En consecuencia, sería de aplicación inmediata el artículo 32.2, con arreglo al cual “en el caso de una oferta obligatoria, mientras la oferta no sea autorizada por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, el oferente y quienes actúen en concierto con él no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la oferta (...)”. Ahora bien, cuando el párrafo segundo del artículo 7.2 regula la posibilidad de eludir la obligación de OPA, la vincula a que, “entre tanto no se ejerzan los derechos políticos que excedan” del umbral de OPA. Esta última referencia es un tanto desconcertante, pues, si el ejercicio de tales derechos ya estaba prohibido, ¿por qué se incluye una última referencia en el artículo 7.1 que permite entender que el ejercicio sí es posible? La cuestión debe reconducirse, en primera instancia, a una deficiente técnica legislativa. Ciertamente, lo razonable es que la prohibición del artículo 32.2 aplique, a todos los efectos, entre el momento en el que la OPA deviene obligatoria y el de su autorización ex artículo 32.2 o, en su caso, hasta la enajenación del exceso de derechos de voto ex artículo 7.1.2º. Sin embargo, la citada referencia invita a buscar una alternativa, y para ello hay que preguntarse por el ámbito objetivo y temporal de aplicación de cada una de las normas citadas.

El artículo 7.1, al permitir eludir la obligación de formular la OPA mediante la enajenación de derechos de voto, supedita esta posibilidad, efectivamente, al no ejercicio del exceso de derechos políticos. De ello cabe inferir que, de producirse tal ejercicio, decaería y quedaría vedada la posibilidad de evitar por esta vía la OPA, la cual habría de ser formulada en el plazo que la norma marca al efecto. Se trataría, así, de una referencia que no impone directamente una prohibición, sino, en cierto modo, una condición que aplica, precisamente, para que la OPA pueda evitarse. Por su parte, el artículo 32.2 RDOPAS no constituye una condición sino una prohibición directa (“no podrán ejercer”). Así las cosas, la conciliación de ambas normas pasaría por entender que, una vez que se produce el supuesto de hecho del artículo 7.1, queda prohibido el ejercicio de los derechos políticos excedentes ex artículo 32.2. Esa prohibición, sin embargo, decaería anticipadamente si el obligado optara

³⁴ De hecho, existen otros artículos en el RDOPAS en el que se reitera la prohibición, lo que, en todo caso, resulta criticable por la confusión que puede generar; así, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, op. cit., p. 325.

por eludir la OPA dado que, en este caso, la obligatoriedad de la oferta ya no sería tal, sino que quedaría supeditada a la enajenación del exceso. Por ello el obligado recobraría la disponibilidad de los derechos en cuestión, pero bajo la condición de que no los ejercite, porque si ha optado por la elusión de la OPA, es porque no ejercerá el control; no obstante, si lo hace, resurgirá la obligación de OPA, que ya no podrá ser eludida. Esta es, ciertamente, una explicación que permite conciliar el artículo 32.2 con el artículo 7.1.2º, pero lo alambicado del razonamiento hace dudar que este sea, efectivamente, el sentido que se haya querido atribuir a la norma.

Por lo demás, llama la atención también que el artículo 32.2 hable de “participación accionarial”, cuando, en realidad, el RDOPAS se asienta sobre la noción de *derechos de voto*, con independencia de la causa por que pueda disponerse de los mismos, tal y como, por otra parte, evidencia el artículo 5. Ello lleva a plantear, siquiera en el plano teórico, si, llegado el caso, podrían ejercerse derechos de voto por encima del umbral del 30 por ciento si esos derechos no derivan de una participación accionarial sino de cualquiera de los demás negocios a los que alude el citado artículo 5; máxime, si, como anteriormente se ha dicho, las disposiciones del RDOPAS, en tanto que limitativas de la autonomía privada, han de interpretarse de forma restrictiva. No parece, si embargo, que tal conclusión sea admisible. Desde un punto de vista teleológico, la función de esta norma es evitar que se pueda ejercer un control que esta supeditado a la formulación de una OPA, y ello, con independencia del cauce por el que éste se haya adquirido. En consecuencia, y aunque la redacción no sea del todo afortunada, cabe entender que el artículo 32.2 impide el ejercicio de cualesquiera derechos de voto “sobre el umbral que obliga a formular la oferta”, sin que, a estos efectos, sea relevante la causa por la que pueda disponerse de tales derechos.

Vista la redacción del artículo 32.2, resulta también llamativo que el artículo 7.1 se haya limitado a prohibir el ejercicio del exceso de derechos de voto sobre los “porcentajes señalados” (en realidad, del 30 por ciento), omitiendo toda mención a posibles nombramientos de miembros de los órganos de administración o dirección tal y como sí hace el artículo 32.2 (“ni designar, directa o indirectamente, a ningún miembro adicional de los órganos de administración o dirección de la sociedad afectada”). En este sentido, si se asume un distinto alcance de estos preceptos (lo que, como se ha indicado, resulta dudoso), cabe preguntarse, nuevamente, si, concurriendo el supuesto de hecho del artículo 7.1, y con independencia de la limitación impuesta en cuanto al ejercicio de derechos políticos, cabría, en cambio, efectuar designaciones adicionales de consejeros.

La respuesta ha de ser, nuevamente, negativa³⁵; sobre todo porque esta norma, al igual que el artículo 32.2, trata de preservar el *statu quo* del control de la sociedad cotizada afectada hasta que no se cumpla con el remedio establecido en la norma para la elusión de la OPA. Pero, además, nótese que lo que la norma deja en suspenso son, de forma genérica, los derechos políticos *excedentes*; derechos estos entre los que cabe incluir también los relativos a realizar designaciones adicionales (que no sustituciones) en el seno de los órganos de administración y dirección³⁶.

Por último, adviértase que estas normas incurren en una cierta imprecisión al prohibir el ejercicio de los derechos políticos que excedan del 30 por ciento de los derechos de voto. En efecto, si ese porcentaje es al que se asocia *iuris et de iure* una presunción de control, y no se quiere que ese control se ejerza de forma efectiva en tanto no se cumpla con lo indicado por la norma, lo lógico es que la limitación se imponga a partir del propio 30 por ciento; esto es, la limitación debe aplicar, no respecto del exceso, sino a partir (inclusive) del 30 por ciento.

4.3.- La materialización de la opción del obligado

4.3.1.- La enajenación del exceso y la dispensa

De entre las opciones que el artículo 7.1 brinda al obligado, la que menos problemas plantea, *a priori*, es la enajenación de los derechos de voto, pues, al fin y al cabo, ello podrá realizarse por cualquier cauce apropiado para ello (venta en el Mercado, formulación de una oferta pública de venta, proceso privado de colocación, etc.). En aquellos supuestos en los que el porcentaje relevante de derechos de voto se haya alcanzado por alguna de las otras formas previstas en el artículo 5 RDOPAS, la reducción habrá de efectuarse mediante la resolución del pacto parasocial, la revocación del poder o, en su caso, del derecho real por que se hayan conferido los derechos de voto³⁷. Lo realmente relevante es que, a la finalización del plazo de tres meses fijado por la norma, el proceso en cuestión esté efectivamente concluido.

Cabe, por lo demás, en línea con lo indicado *supra* II.4.2 acerca de la imprecisión de la norma, señalar que la enajenación no debería referirse al exceso sobre el 30 por cien-

³⁵ Así, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, op. cit., p. 326.

³⁶ A este respecto, AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Cizur Menor, 2009, p. 737.

³⁷ Así, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, op. cit., p. 140.

to, sino a una reducción por debajo de ese porcentaje, que, al fin y al cabo, es el relevante y el que no se puede, no ya exceder, sino alcanzar o mantener sin incurrir en la obligación legal de OPA.

4.3.2.- La formulación de la OPA

Algunos interrogantes más plantea, en cambio, el supuesto de formulación de la OPA. Así, en primer término, llama la atención que el artículo 7.1.a) se limite a señalar, de forma genérica, que, en caso de toma indirecta del control, “deberá formularse” una OPA, pero sin especificar a quién incumbe esa obligación. Pese a ello, la cuestión no presenta especiales dificultades, pues, al fin y al cabo, la obligación ha de incumbir a la persona que adquiere el control. Y esta no es otra que la que adquiere el control sobre la sociedad intermedia y, en su virtud, de forma indirecta, sobre la sociedad cotizada. El problema es que esta solución puede no ser práctica en algunos casos, pues obliga a que ese obligado acabe con una participación de control escindida en dos paquetes; uno directo en la sociedad cotizada, y otro indirecto a través de la sociedad intermedia. Por ello, parece razonable admitir también que sea la propia sociedad intermedia la que formule la OPA; alternativa esta que, en la práctica, ya ha sido admitida por la CNMV³⁸. En cuanto a las características esenciales de la OPA, debe tenerse en cuenta que la del artículo 7.1 tiene el carácter

³⁸ En efecto, en el caso Altadis, S.A. - Imperial Tobacco Group PLC, la CNMV admitió que la OPA sobre Compañía de Distribución Integral Logista, S.A. (en la que la primera ostentaba más del 50 por ciento de los derechos de voto) fuera formulada por Altadis, S.A. Esta solución ha sido postulada, asimismo, en la doctrina alemana; *vid.*, así, SCHLITT, M., en *MünchKommZurAktG*, *op. cit.*, 511; y CAHN, A. / SENGER, M., “Das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen”, *op. cit.*, p. 291. En definitiva, se trata de que los accionistas de la sociedad afectada puedan “separarse” de la sociedad si no están conformes con el cambio de control producido; y ello se logra con la OPA, al margen de quién la formule. Por lo demás, cabría, ciertamente, objetar que, en estos casos, los accionistas minoritarios de la sociedad intermedia podrían resultar perjudicados. Ahora bien, si la sociedad intermedia es cotizada, esos accionistas dispondrán, además de los remedios propios que ofrece el Derecho de sociedades, de la OPA sobre la sociedad intermedia para abandonarla si lo estiman oportuno. Si, por el contrario, no se trata de una sociedad cotizada, no podrán contar con la tutela propia del Derecho del mercado de valores, pero sí con los mecanismos del Derecho societario. En todo caso, resulta cuestionable la forma en la que, con carácter general, el RDOPAS ha determinado el sujeto obligado a la formulación de la OPA; *vid.*, DE DIOS MARTÍNEZ, L.M. / RECALDE CASTELLS, A., “La OPA obligatoria”, *op. cit.*, p. 70; también *vid.* SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, *op. cit.*, pp. 165 y ss; y SALA I ANDRÉS, A.M., *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*, *op. cit.*, p. 347.

de obligatoria, por lo que serán de aplicación las disposiciones del RDOPAS que, con carácter general, disciplinan este tipo de ofertas. En particular, pese al silencio de este precepto al respecto, la OPA se extenderá a todos los valores y destinatarios a que se refiere el artículo 3 RDOPAS (sin perjuicio, naturalmente, de las inmovilizaciones que puedan producirse).

A su vez, la contraprestación deberá ajustarse a los criterios para la determinación del *precio equitativo* ex artículo 9 RDOPAS y, en su caso, a los criterios para la fijación del precio para las OPAs de exclusión (artículo 9.3). A este respecto, en el caso de que en el último año se hubiesen producido adquisiciones de acciones de la sociedad afectada, sólo deberán considerarse, en principio, las que pudiera haber realizado el obligado, con independencia de que la oferta la formule la sociedad intermedia³⁹. Por último, y si bien el RDOPAS no hace referencia al momento en el que el obligado debe indicar el precio al que formulará la OPA, lo razonable es que eso ocurra en el momento en el que comunique al mercado su opción por esta alternativa⁴⁰.

III.- LAS TOMAS SOBREVENIDAS DEL CONTROL

1.- Consideraciones Generales

La segunda de las categorías de toma de control que regula el artículo 7 RDOPAS es aquella que se produce de forma sobrevenida o pasiva, es decir, sin que, por parte del adquirente de ese control exista, al menos en principio, una voluntad clara en tal sentido. Precisamente por ello, la norma prevé la posibilidad de eludir la obligación de formular la OPA, deshaciendo para ello la posición de control. Los casos a los que se refiere el artículo 7, en sus apartados 2 a 5, son la reducción de capital, el canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones derivados de instrumentos que dan derecho a ello, las variaciones de autocartera y las adquisiciones realizadas al amparo de contratos o compromisos de aseguramiento.

Los supuestos que este precepto somete al régimen de las tomas de control sobrevenidas constituirían, así, un *numerus clausus*⁴¹. Y ello puede aportar, en efecto, un cierto grado de seguridad jurídica. Sin embargo, se echa de me-

³⁹ Aunque, naturalmente, habrá que tener en cuenta las circunstancias de cada caso, al objeto de prevenir y evitar posibles comportamientos fraudulentos.

⁴⁰ Así ocurrió, en la práctica, en el ya citado caso Altadis, S.A. - Imperial Tobacco Group PLC - Compañía de Distribución Integral Logista, S.A.

⁴¹ Así, ALONSO LEDESMA, C., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, pp. 213 y 214.

nos, en línea con otras legislaciones, una referencia expresa a otros casos en los que cabría aplicar idéntico régimen, tales como aquellos en los que el umbral del 30 por ciento de derechos de voto se alcanza como consecuencia de un error manifiesto. Este es el caso de lo dispuesto en el *City Code on Takeovers and Mergers (dispensation rule 9)*⁴². También constituye una norma en cierto sentido singular el § 20 del WpÜG alemán, que permite eludir la OPA si se realiza una declaración en el sentido de que las acciones adquiridas no lo han sido para ejercer el control (todo ello, sujeto a que no se ejerzan los derechos de voto); o el § 37 del mismo cuerpo legal, que da una cierta discrecionalidad al BAFin a la hora de valorar las circunstancias concurrentes en la adquisición del control y, en su caso, para dispensar de la obligación de formular la OPA⁴³.

El RDOPAS, por el contrario, plantea dudas sobre este particular; especialmente, a la luz de lo establecido en el artículo 16.2. Con arreglo a este precepto, quien se encuentre en alguno de los supuestos de los artículos 3 y 7, deberá hacerlo público indicando, “*si procede*”, bien su intención de solicitar una dispensa, bien su decisión de formular una oferta pública de adquisición, “*o bien su intención de reducir su participación*”. Cabría interpretar, así, que en cualquiera de los supuestos regulados por los citados preceptos (y, por tanto, también en los del artículo 3) puede eludirse la obligación de formular la OPA mediante la reducción del porcentaje de derechos de voto. Pero no parece que esa sea una interpretación correcta. En primer lugar, porque, si ello fuese así, no hubiese sido necesario regular

en el artículo 7 (ni en el artículo 4.2), de forma expresa y separada, la posibilidad de reducir ese porcentaje como cauce para evitar la OPA. En segundo lugar, porque el propio artículo 16.2 condiciona la comunicación de las opciones indicadas a su procedencia (“*si procede*”), procedencia que sólo concurre en aquellos casos en los que ello está expresamente previsto, tal y como sucede con los citados artículos 4.2 y 7. En definitiva, sobre la base del artículo 16.2 no cabe extender a los casos del artículo 3 la posibilidad de eludir la OPA mediante la enajenación de derechos de voto⁴⁴.

2.- Supuestos de toma sobrevenida del control

2.1.- Reducción de capital

El artículo 7.2 RDOPAS se refiere a operaciones de reducción de capital mediante amortización de acciones en las que ésta no afecta por igual a todos los accionistas. Ello puede determinar que un accionista que no tenía el control pase a ostentarlo como consecuencia de la reducción del capital y la consiguiente modificación de la base sobre la que se realiza el cómputo del umbral de OPA.

Este supuesto estaba también previsto en el RDOPAS 1991. Sin embargo, la consecuencia prevista por aquella regulación no era, tal y como ocurre ahora, la obligación de formular una OPA, sino, únicamente, la prohibición de llevar a cabo “*nuevas*” adquisiciones de acciones o de instrumentos que pudieran dar lugar a su adquisición o suscripción, salvo, eso sí, que se formulara una OPA (artículo 3.2). Naturalmente, esta solución respondía al carácter sobrevenido o, en cierto modo, involuntario de la toma de control⁴⁵, pero, asimismo, a la importancia de la noción de *reparto de la prima de control* que subyacía en el RDOPAS 1991: en el supuesto contemplado el control se alcanza sin adquisición onerosa de acciones y, por tanto, sin pago de prima alguna⁴⁶.

⁴² Sobre este supuesto, WEINBERG / BLANK, *Takeovers and Mergers*, op. cit., pp. 4228 y 4229; PEARSON, C. / ADAMS, N., en AAVV, *A practitioner's guide to The City Code on Takeovers and Mergers*, City & Financial Publishing, Surrey, 2005, p. 132; y DAVIES, P.L., *Principles of modern company law*, op. cit., p. 1019.

⁴³ A este respecto, NOACK, U., en SCHWARK, E., *Kapitalmarkts-Kommentar*, op. cit., pp. 1869 y ss; OECHSLER, J., en EHRICKE, U. / EKKENGA, J. / OECHSLER, J., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Verlag. C.H. Beck, München, 2003, pp. 234 y ss; VERSTEEGEN, P., en HIRTE, H. / VON BÜLOW, C., *Kölner Kommentar zum WpÜG*, Verlag KG, Köln, 2003, pp. 1095 y ss; y EKKENGA, J., en EHRICKE, U. / EKKENGA, J. / OECHSLER, J., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Verlag. C.H. Beck, München, 2003, pp. 480 y ss. Con carácter general, la doctrina europea ha señalado también que la mera adquisición temporal no es causa suficiente para eludir la obligación de formular una OPA; así, DAVIES, P.L., *Principles of modern company law*, op. cit., p. 1019: “*an accidental exceeding of the threshold is in principle enough to trigger the obligation*”; cuestión distinta es que, posteriormente, el Panel pueda acordar una excepción conforme a lo anteriormente indicado; también vid. MEYER, A.H., en GEIBEL, S. / SÜSSMANN, R., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, op. cit., pp. 645 y 646; y ENRIQUES, L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori (...)*, op. cit., pp. 198 y ss.

⁴⁴ Conforme, JIMÉNEZ-BLANCO, G., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, Ed. Thompson Reuters Civitas, Cizur Menor, 2009, p. 390. Aunque vid. también SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofer-tas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, op. cit., pp. 202, 212 y 213; y AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, op. cit., p. 736.

⁴⁵ No obstante, cabe también la posibilidad de que el accionista promueva la reducción de capital a resultas de la cual alcanza el umbral de OPA. En este sentido, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, op. cit., pp. 201 y 202.

⁴⁶ Vid. supra nota 2.

Actualmente la cuestión se resuelve de forma distinta y coherente con un sistema de OPA asentado sobre la idea del *cambio de control*, en el que la ausencia de una adquisición de acciones es irrelevante. La consecuencia inmediata es la imposición de la obligación de formular una oferta pública al accionista que, de este modo, alcanza el umbral de control. Ahora bien, en la medida en que esta toma de control sobrevenida se puede producir realmente de forma involuntaria, la OPA puede evitarse si se enajena el exceso de derechos de voto y, entre tanto, no se ejercen los derechos políticos excedentes. En su caso, y dándose las condiciones necesarias para ello, cabrá también la posibilidad de obtener la dispensa a que se refiere el artículo 4.2 RDOPAS.

El dato determinante es, en todo caso, la adquisición del control. A estos efectos, llama la atención que, al remitirse al artículo 4, el artículo 7.2 emplee el plural (*"cualquiera de los porcentajes de derechos de voto señalados en el artículo 4"*). Pese a ello, el supuesto contemplado sólo será de aplicación cuando, a resultas de la reducción de capital, el accionista de que se trate alcance el 30 por ciento de los derechos de voto (artículo 4.1.a). Por el contrario, el caso previsto en el artículo 4.1.b) no entra en juego. Aunque, naturalmente, ello no impide que si, en el plazo de los veinticuatro meses siguientes, se designan consejeros en la proporción indicada en el artículo 4.1.b), pueda surgir la obligación de formular una OPA. Lo que sucede es que esa OPA no quedará sometida al régimen especial de las tomas de control sobrevenidas, sino al general del RDOPAS⁴⁷. Ello es coherente con la finalidad de la regulación de este tipo de tomas de control, cual es dar solución a los supuestos en los que el control se adquiere de forma sobrevenida e involuntaria. Involuntariedad que puede concurrir en el caso de la adquisición de derechos de voto, pero no así en el de la designación de consejeros, que, casi por definición, ni es sobrevenida ni es involuntaria.

2.2.- Canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones derivados de instrumentos que dan derecho a ello

El segundo de los supuestos de toma de control sobrevenida del artículo 7 RDOPAS es el previsto en su apartado 3: canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones derivados de instrumentos que dan derecho a ello⁴⁸. Se tra-

ta de una regulación cuyo antecedente inmediato es el artículo 3.4 RDOPAS 1991 y que contempla el supuesto de una conversión parcial de este tipo de títulos o instrumentos. Constituye, así, un supuesto similar al de la reducción de capital, en el que, como consecuencia de la alteración de la base del cómputo, un accionista, de forma sobrevenida y por circunstancias ajenas a su voluntad (la falta de ejercicio de sus derechos por otros accionistas), alcanza o excede el umbral de OPA.

Resulta llamativo que el artículo 7.3 aluda genéricamente a "acciones", cuando el RDOPAS se rige por el criterio del cambio de control y, por consiguiente, por el porcentaje de derechos de voto (ex artículo 4). Sin embargo, ello no es sino una mera imprecisión terminológica, debiendo, en última instancia, atenderse al "poder" de voto del posible obligado. Y lo mismo cabe señalar en cuanto a la referencia que este precepto hace a alcanzar "*cualquiera de los porcentajes señalados en el artículo 4*", referencia respecto de la que pueden reiterarse las consideraciones hechas a propósito de la reducción de capital (vid. *supra* III.2.1).

Por otra parte, ha de aludirse a la aparente contradicción entre este precepto y el artículo 5.4.2º RDOPAS. Efectivamente, mientras que el primero se ubica sistemáticamente dentro de la categoría de las adquisiciones sobrevenidas y, en consecuencia, el obligado puede eludir la OPA mediante dispensa o enajenación del exceso de derechos de voto, el segundo, con una redacción equivalente pero interpretado a *sensu contrario*, impone la obligación de formular una OPA, aparentemente ineludible, desde el momento en el que se produzca el canje, la suscripción, la conversión o la adquisición.

Una primera interpretación pasa por entender que, en realidad, los artículos 5.4.2º y 7.3 contemplan supuestos diferentes, que comportan consecuencias distintas según la toma de control sea o no realmente sobrevenida e involuntaria. Así, si la toma de control se produce como consecuencia de que otros accionistas no han acudido al canje o a la conversión (tal y como señalaba expresamente el antiguo 3.4 RDOPAS 1991), habría que entender que se trata de un supuesto realmente sobrevenido, debiendo ser de aplicación, en consecuencia, los mecanismos correctores del artículo 7.3. Sin embargo, si de las circunstancias concurrentes puede deducirse que la voluntad del accionista era, efectivamente, preparar la toma de control (por ejemplo, porque adquirió valores o instrumentos en exceso respecto de su participación), no sería de aplicación el artículo 7.3 sino el 5.4.2º, surgiendo, de forma inmediata una obligación ineludible de OPA.

de esta expresión, WEINBERG / BLANK, *Takeovers and Mergers*, op. cit., pp. 4210 y 4211.

⁴⁷ Aunque vid. SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, op. cit., p. 182. En la doctrina alemana, MEYER, A.H., en GEIBEL, S. / SÜSSMANN, R., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, op. cit., p. 645.

⁴⁸ Contrasta con esta enumeración la definición más genérica de otros ordenamientos; así, el caso del *City Code* que alude a la adquisición de "*interests in shares*"; sobre el alcance y delimitación

Ahora bien, esta interpretación puede plantear dificultades, con la consiguiente merma de seguridad jurídica. En definitiva, en ocasiones exigirá valorar componentes subjetivos; sobre todo, la motivación que pudiera haber presidido la inversión en este tipo de valores o instrumentos. Además, hay que tener en cuenta la amplitud del artículo 7.3, que somete a su régimen, sin distinción, todos los casos de canje, suscripción, conversión o adquisición. Por ello, es preciso recurrir a una segunda vía, con arreglo a la cual la aparente contradicción se resolvería mediante una interpretación sistemática, entendiendo que la norma de cómputo del artículo 5.4 remite al régimen especial de las tomas de control sobrevenidas del artículo 7.3, con lo que, en última instancia, no se trataría de supuestos de hecho diferenciados, sino de uno mismo, enunciado en el primero de los preceptos citados y desarrollado por el segundo. Desde esta perspectiva cabe entender que cualquier supuesto de canje, suscripción, conversión o adquisición ha de ser tratado como un supuesto de OPA sobrevenida y, por consiguiente, eludible, en su caso, con arreglo a lo previsto en el artículo 7.3⁴⁹. Si, pese a todo, sí existe una voluntad real de control y éste se quiere ejercer, cobrará plena virtualidad la obligación de formular la OPA, en la medida en que ésta es un cauce para ello; en otro caso, podrá eludirse mediante la aplicación de los mecanismos que el precepto habilita al efecto⁵⁰.

Por lo demás, el artículo 7.3 soluciona las dudas que había planteado la anterior regulación respecto de los supuestos de ampliación de capital, en los que, a resultas de una suscripción incompleta, un accionista puede llegar a alcanzar o exceder el umbral de OPA. Asimilando los derechos de suscripción preferente a los valores o instrumentos a que se refiere el artículo 7.3, la cuestión queda resuelta en los mismos términos aquí expuestos y, por tanto, en el marco del régimen de OPAS sobrevenidas⁵¹.

2.3.- Variaciones de autocartera

Con arreglo al artículo 7.4 RDOPAS, si, como consecuencia de las variaciones en la autocartera de una sociedad cotizada, un accionista llegara a alcanzar alguno de los “porcentajes señalados en el artículo 4”, no podrá ejercer los derechos políticos que excedan de tales porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición dirigida a la totalidad del capital social.

Bajo la aplicación del RDOPAS 1991 la CNMV no consideró, en un primer momento, oportuno descontar la autocartera a los efectos de ajustar la base del cómputo de los umbrales de OPA. Posteriormente, sin embargo, el supervisor cambió su criterio, y ello, al amparo de un supuesto práctico concreto que influyó sobre un proceso de OPA⁵². Ese cambio interpretativo es el que se advierte en la base artículo 7.4 RDOPAS.

Se trata de una norma que, con todo, es cuestionable, y ello, por varias razones. En primer lugar, porque pone en manos del consejo de administración de la sociedad la posibilidad de modular, en determinados casos, la obligación de formular una OPA. En segundo lugar, porque parte de la asunción, discutible y discutida, de que la autocartera refuerza, en todo caso, la posición accionarial del accionista mayoritario.

En esta norma se da una acusada intersección entre el derecho de sociedades (el régimen de autocartera) y la normativa sobre OPAs. En efecto, con arreglo a lo dispuesto en el artículo 79.1ª LSA, los derechos de voto y demás derechos políticos de las acciones propias quedan en suspenso. Esa “desactivación”, que también establece el artículo 5.3 RDOPAS, produce, a su vez, una reducción del número de derechos de voto que son ejercitables, aumentando, al mismo tiempo, el porcentaje relativo de cada ac-

⁴⁹ Conforme, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, op. cit., pp. 202 y 203.

⁵⁰ La relación entre ambos preceptos ha determinado que algún destacado autor haya calificado el sometimiento de estos supuestos al régimen del artículo 7 como “inútil y perturbador”; así SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, op. cit., p. 182.

⁵¹ Así, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, op. cit., pp. 203 y 204; Y VIVES RUIZ, F., *Las operaciones de «public to private» en el Derecho de OPAs español*, op. cit., 2008, p. 206.

⁵² En efecto, con ocasión de la pugna que se produjo en 1992 por el control de la sociedad El Encinar de los Reyes, S.A., la CNMV, pese a las alegaciones de parte en tal sentido, no estimó oportuno descontar la autocartera. Sin embargo, posteriormente, en 2003, y en el marco de la OPA que los grupos italianos Caltagirone y Marchini formularon sobre Metrovacesa, S.A., la CNMV cambió ese criterio. Descontada la autocartera de dicha sociedad, resultaba que su accionista mayoritario, Bami, S.A., excedía el umbral de OPA del 25 por ciento. La CNMV decidió entonces suspender los derechos políticos de Bami, S.A. en Metrovacesa, S.A. y exigió la formulación de una OPA de aquélla por el 10 por ciento del capital de ésta (lo que, por lo demás, no dejó de ser sorprendente, pues el exceso de dicho umbral se había producido estando vigente una OPA por el 100 por cien, por lo que, una vez modificado el criterio, debería haberse tenido en cuenta el régimen de OPAs competidoras, consecuencia de lo cual, la OPA debió haberse formulado por el 100 por cien).

cionista. Ahora bien, ello no implica necesariamente un refuerzo o la adquisición del control de un accionista mayoritario. Hay que tener en cuenta, a estos efectos, dos datos esenciales: por una parte, el artículo 79.2ª LSA, que dispone que las acciones propias “se computarán en el capital a efectos de calcular las cuotas necesarias para la constitución y adopción de acuerdos en la junta”; por otra parte, la tesis ampliamente difundida en la doctrina y apoyada en el citado precepto, de que la adopción de acuerdos en la junta no se produce por mayoría simple, sino por mayoría absoluta, tesis esta que, además, se ve avalada por la STS de 19 de diciembre de 2001 (RJ 2001/1936)⁵³. De la unión de estos datos resulta que, en la práctica, la autocartera actúa como voto negativo, al igual que lo hacen los votos nulos, los votos en blanco y las abstenciones. De este modo, si las mayorías han de calcularse sobre la base del capital presente, el resultado es que las mayorías necesarias para adoptar un acuerdo se incrementan con la autocartera⁵⁴. En definitiva, la autocartera, lejos de reforzar la posición de un accionista mayoritario, o incluso de tener un efecto meramente *neutro*, diluiría su *potencia de voto*, al oponérsele todos los votos correspondientes a esa autocartera; es decir, el efecto práctico es el contrario al que la norma toma como presupuesto de la obligación de formulación de una OPA.

Por lo demás, cabe mencionar que se han dejado de lado otros supuestos en los que también se produce una confluencia entre las normas societarias y las OPAs, tal y como sucede con las limitaciones estatutarias al número de votos que un mismo accionista puede ejercitar (y que, aún hoy, siguen siendo relativamente frecuentes en las sociedades cotizadas españolas). Se trata de un supuesto que, si bien estuvo expresamente previsto en los borradores iniciales del RDOPAS, finalmente se quedó fuera del nuevo regla-

mento⁵⁵, por lo que las limitaciones estatutarias de este tipo no pueden tenerse en cuenta a los efectos de computar el umbral de OPA.

Finalmente, y en cuanto a la remisión que el artículo 7.3 realiza de forma genérica a los “porcentajes” del artículo 4, ha de reiterarse, nuevamente, lo dicho anteriormente *supra* III.2.1.

2.4.- Contratos o compromisos de aseguramiento

En sentido parecido al 3.3 RDOPAS 1991, el actual artículo 7.5 RDOPAS somete al régimen específico de las tomas de control sobrevenidas los supuestos en los que éstas se producen como consecuencia del cumplimiento de un contrato o compromiso de aseguramiento. Ello resulta lógico, toda vez que este tipo de casos pueden, desde luego, calificarse como accidentales, pues, por definición, el aseguramiento no tiene como objetivo la toma de control, sino, únicamente, cubrir la eventualidad de un déficit de demanda en la colocación de los valores de que se trate.

Nótese que, en el caso del artículo 7.5, sólo han de considerarse los aseguramientos que tengan por objeto valores con derecho a voto, pero no así aquellos instrumentos que den derecho a su canje, suscripción o adquisición, pues tales supuestos quedarían sujetos a lo dispuesto en los artículos 5.4 y 7.3 RDOPAS.

El artículo 7.5, por lo demás, ha ampliado, de forma notable, el enunciado de la anterior regulación. En primer lugar,

⁵³ En este sentido, PAZ-ARES, J.C. / PERDICES HUETOS, A., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles IV*, URÍA, R. / MENÉNDEZ, A. / OLIVENCIA, M. (dirs.), Ed. Civitas, Madrid, 2003, pp. 283 y ss; también SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Ed. Civitas, Madrid, 2007, pp. 313 y ss; y MADINA, F., *La adopción de acuerdos en la sociedad anónima. Quórum de constitución y mayorías*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2004, pp. 268 y ss. No obstante, POLO SÁNCHEZ, E., “Reflexiones sobre el régimen de quorums y mayorías en los órganos colegiados de la sociedad anónima”, *RDM* 128-129/1973, p. 234 (aunque con base en la LSA de 1951); y RECALDE, A., *Limitaciones estatutarias del derecho de voto en las sociedades de capital*, Ed. Civitas, Madrid, 1996, pp. 52, quienes no hallan motivo para entender que la LSA opta por el criterio de la mayoría absoluta de votos positivos y no por el de la mayoría relativa (el acuerdo se adopta cuando los votos positivos superan a los negativos).

⁵⁴ *Vid.*, ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, *op. cit.*, pp. 204 y ss.

⁵⁵ En efecto, el *Proyecto de Real Decreto sobre el Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores* incluía, en el apartado 2, letra b) de su artículo 4, una la dispensa de la obligación de formular una OPA en los casos en los que “por disposición estatutaria el obligado a formular la oferta pública no pueda ejercitar en las juntas generales de la sociedad afectada, un porcentaje de votos igual o superior a dicho 30 por 100 y además no haya designado a ningún miembro del órgano de administración de la sociedad afectada”. No obstante, inmediatamente se advertía que la obligación de formular la OPA “renacería” “si se eliminase o deviniese ineficaz la indicada limitación estatutaria o se designara a algún miembro del consejo de administración de la sociedad afectada”. La dispensa había de solicitarla el interesado. Sobre esta cuestión, DE DIOS MARTÍNEZ, L.M. / RECALDE CASTELLS, A., “La OPA obligatoria”, *op. cit.*, pp. 65 y 66; así como GARCÍA DE ENTERRÍA, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, Ed. Thompson Reuters Civitas, Cizur Menor, 2009, pp. 149 y ss; y ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, *op. cit.*, pp. 124 a 126. También se ha producido un debate similar en otros países; así, en Alemania, VON BÜLOW, en HIRTE, H. / VON BÜLOW, C., *Kölner Kommentar zum WpÜG*, *op. cit.*, p. 1035.

y a diferencia de lo que establecía el mencionado artículo 3.3 RDOPAS 1991, que circunscribía este supuesto a las entidades financieras, el artículo 7.5 ha extendido el ámbito de aplicación subjetivo a “cualquier otra persona o entidad” que alcance el control como consecuencia del aseguramiento. Por otra parte, también queda ampliado el ámbito de aplicación objetivo, puesto que, mientras el artículo 3.3 se limitaba a aludir al aseguramiento de “una emisión de valores”, el artículo 7.5 incluye, junto a las emisiones, a las ofertas públicas de venta de valores.

3.- Efectos de la toma sobrevenida del control

Las consecuencias que los apartados 2 a 5 del artículo 7 RDOPAS asocian a los distintos casos de toma de control sobrevenida guardan una gran similitud con las que el apartado 1 prevé para las tomas de control indirectas. No obstante, y sin perjuicio de una referencia genérica a lo dicho sobre éstas, cabe poner de manifiesto algunas especialidades.

3.1.- Referencia al cómputo de plazos

Por lo que a los plazos se refiere, y al igual que sucede con las tomas de control indirectas, quien se encuentre en alguno de los supuestos de toma de control sobrevenida ha de hacerlo público y difundirlo en los términos establecidos en el artículo 82 LMV, indicando la alternativa por la que haya optado; esto es, OPA, dispensa o enajenación del exceso de derechos de voto (artículo 16.2 RDOPAS). En consecuencia, el obligado ha de efectuar esta comunicación de forma *inmediata*, desde que tuvo o debió tener conocimiento del hecho determinante de la toma de control sobrevenida. Ello puede plantear dudas, teniendo en cuenta que el obligado no siempre tiene por qué tener un conocimiento directo e inmediato de las circunstancias que dan lugar a su toma de control sobrevenida.

Así, respecto de los supuestos de reducción de capital (artículo 7.2) habrá que estar a las circunstancias de cada caso. No obstante, con carácter general cabe entender que el obligado debió tener conocimiento de su toma de control sobrevenida, cuando menos, en la fecha de publicación de la inscripción de la reducción de capital (*ex artículo 21 Ccom*)⁵⁶. En los casos de canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones derivados de instrumentos que dan derecho a ello, así como en los de cumplimiento de contratos o compromisos de aseguramiento, la cuestión no es tan clara. En aquellos supuestos en los que se produzca una inscripción registral, el criterio será el mismo que el apuntado para la reducción de capital. Sin embargo, si ese no es

⁵⁶ Así, SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, *op. cit.*, p. 181.

el caso, habría que estar a la fecha de la comunicación de información relevante (*ex artículo 82 LMV*) que la sociedad efectúe para comunicar la operación de que se trate.

Alguna consideración adicional requieren, asimismo, las variaciones de autocartera. El párrafo tercero del artículo 7.4 RDOPAS alude a que el plazo de tres meses concedido para arbitrar las medidas que permiten eludir la OPA ha de contarse desde “la fecha de comunicación de la sociedad de las variaciones en su autocartera”. En este sentido, habrá que estar, en principio, a la fecha de comunicación *ex artículo 40 del Real Decreto 1362/2007*, de 19 de octubre. El problema viene dado, sin embargo, por la configuración del citado precepto, que, al margen de aludir sólo a que la “*adquisición alcance o supere*” (cuestión ésta que, a los efectos que ahora interesan, no es relevante), se limita a considerar, únicamente, las fracciones enteras del 1 por ciento, siendo así que una variación inferior puede producir también una toma de control sobrevenida. En un supuesto de este tipo el obligado no tendría conocimiento de la toma de control vía comunicación de participaciones significativas, sencillamente porque la sociedad no estaría obligada a efectuar tal comunicación. Por ello, habrá que tener en cuenta, asimismo, las demás circunstancias concurrentes y, en particular, la demás información que la sociedad en cuestión pueda publicar, tales como, por ejemplo, los datos sobre autocartera que se indiquen en el informe anual de gobierno corporativo⁵⁷.

2.

Establecida la fecha de la comunicación, el obligado cuenta con tres meses para formular la OPA o para reducir el exceso de derechos de voto. A todos estos efectos, son de aplicación las consideraciones ya hechas a propósito de las tomas de control indirectas (*vid. supra* II.4.1).

3.2.- La prohibición de ejercicio de derechos políticos por encima del 30 por ciento

Al igual que en el caso de las tomas de control indirectas, la regulación de los diferentes supuestos de toma de control sobrevenida prevén el no ejercicio de los derechos de voto que excedan del 30 por ciento⁵⁸, si bien de una forma hete-

⁵⁷ Nótese, a este respecto, que la norma del artículo 5.3, al referirse a la autocartera, señala que habrá que atender a la “*información disponible en la fecha de cómputo*”. Sobre esta norma y las críticas que merece, *vid. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), La Regulación de las OPAS, op. cit.*, pp. 153 y ss.

⁵⁸ Nuevamente se pone de manifiesto la incoherencia con la que el RDOPAS regula estos supuestos. Si el umbral de OPA se sitúa en el 30 por ciento de derechos de voto, la prohibición de ejercicio de derechos de voto, así como la reducción del exceso deberían situarse inmediatamente por debajo de ese porcentaje (*vid. supra* II.4.2).

rogénea. También en este caso se plantean dudas interpretativas.

Como se ha indicado anteriormente la regulación de las tomas de control indirectas establece ese no ejercicio de derechos de voto a modo de condición para poder eludir la obligación de formulación de la OPA. La prohibición directa de ejercicio surge al amparo del artículo 32.2 RDOPAS, desde que la OPA deviene obligatoria y hasta su autorización por la CNMV. Pues bien, la regulación de las tomas de control sobrevenidas introduce un elemento adicional respecto de las indirectas, pues incorpora ambas cosas. En efecto, por una parte, los incisos finales del primer párrafo de los apartados 2, 3, 4 y 5 del artículo 7 establecen la prohibición directa e inmediata de ejercer el exceso de derechos de voto en tanto no se formule la OPA; por otra parte, al abordarse la posibilidad de eludir la OPA mediante la enajenación del reiterado exceso de derechos de voto, esta posibilidad se condiciona a que, “entre tanto”, no se ejerzan tales derechos políticos.

La inclusión de ambas referencias en una misma regulación obliga a indagar, nuevamente, acerca de su explicación; explicación que podría ser similar a la expuesta anteriormente con relación al artículo 7.1 (*vid. supra* II.4.2). En primer lugar, esta aparente reiteración podría achacarse, ante todo, a una deficiente redacción de la norma. En definitiva, si la prohibición existe desde el momento mismo en el que concurre el supuesto de toma de control sobrevenida, difícilmente cabrá un ejercicio del exceso de los derechos de voto hasta la enajenación con la que se pretende eludir la OPA (“entre tanto”), sencillamente, porque tal ejercicio estaría ya prohibido *ex lege* y, por tanto, cualquier actuación en tal sentido sería ineficaz. Únicamente una interpretación sistemática de la norma permitiría conciliar ambas referencias. Así, cabría entender que la prohibición inicial se aplicaría hasta el momento en el que el obligado opte, bien por la OPA, o bien por su elusión vía enajenación. Si opta por la OPA, la prohibición mantendrá su vigencia hasta la formulación y, posteriormente, más allá *ex artículo* 32.2 RDOPAS. Si, por el contrario, el obligado opta por la enajenación, la obligación de formular la OPA decae y el “obligado” podrá ejercer los derechos de voto sobrantes, pero si lo hace, incurrirá nuevamente en esa obligación sin posibilidad ya de eludirla⁵⁹.

⁵⁹ En todo caso, deben reiterarse en este punto las dudas anteriormente manifestadas acerca de la relación entre los preceptos citados. En definitiva, y en línea con lo ya dicho, lo más razonable sería extender la prohibición de ejercicio hasta la completa regularización de la situación, bien mediante la OPA (hasta su autorización, tal y como establece el artículo 32.2), bien mediante la enajenación (hasta la total enajenación del exceso).

Por último, cabe señalar que la prohibición aquí aludida tiene el mismo alcance indicado respecto de las tomas de control indirectas. Es decir, incluye todos los derechos de voto desde el umbral de OPA (es decir, 30 por ciento de los derechos de voto), con independencia de la causa por la que se ostenten, así como la designación (que no sustitución o reelección) de miembros de los órganos de administración o dirección (*vid. supra* II.4.2)⁶⁰.

3.3.- Materialización de la opción del obligado: OPA, enajenación del exceso de derechos de voto y dispensa

Al igual que el régimen de las tomas de control indirectas, el de las sobrevenidas brinda las mismas posibilidades de elusión de la OPA mediante la enajenación de los derechos de voto que excedan del 30 por ciento o, en su caso, solicitando la oportuna dispensa de la CNMV (*ex artículo* 4.2). En este sentido, baste con remitir la cuestión a lo ya indicado anteriormente *supra* II.4.

En cuanto a la opción por la OPA, ésta deberá formularse por el 100 por cien y a un precio *equitativo*. Destaca, sin embargo, la heterogeneidad con la que, desde un punto de vista formal, se impone esta obligación. En particular, llama la atención que, con la excepción del artículo 7.5 (que alude directamente a esa obligación: “deberá formular una oferta pública de adquisición”) todos los demás apartados (es decir, los apartados 2, 3 y 4) hacen referencia a que, en caso de toma de control sobrevenida, no se podrán “ejercer los derechos políticos que excedan de tales porcentajes sin formular una oferta pública de adquisición”. De esta referencia podría extraerse, en una primera aproximación, la conclusión de que la formulación de la oferta pública sólo es necesaria para poder ejercer con plenitud e integridad los derechos políticos por encima del umbral de OPA. Sin embargo, la cuestión queda aclarada tanto al amparo del artículo 3.1.c), que impone la obligación de OPA a todos aquellos que encuentren en alguno de los supuestos del artículo 7, como del párrafo segundo de todos estos apartados, que establece la obligación de presentar la oferta (“la oferta se formulará”) en tres meses, salvo que en ese plazo se enajene el exceso de derechos de voto y no se ejerzan entre tanto los derechos de voto excedentes o se obtenga la dispensa que, en su caso, pudiera solicitarse⁶¹.

⁶⁰ *Vid.*, sobre esta cuestión, ALONSO LEDESMA, C., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, *op. cit.*, p. 247.

⁶¹ Conforme, VIVES RUIZ, F., *Las operaciones de «public to private» en el Derecho de OPAs español*, *op. cit.*, 2008, p. 202.

Dicho esto, las demás cuestiones que plantea el régimen de las tomas de control sobrevenidas han de resolverse *mutatis mutandis*, en el mismo sentido apuntado *supra* II.4.1.

AGUILAR FERNÁNDEZ-HONTORIA, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Cizur Menor, 2009, pp. 737 y ss.

ALONSO LEDESMA, C., EN BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Ed. Bosch, Barcelona, 2009, pp. 212 y ss.

CAHN, A. / SENGER, M., "Das Gesetz zur Regelung von öffentlichen Angeboten zum Erwerb von Wertpapieren und von Unternehmensübernahmen", *Finanz Betrieb* 5/2002, pp. 277 y ss

COSTI, R. / ENRIQUES, L., *Il mercato mobiliare*, en COTTINO, G. (dir.), *Tratato di Diritto Commerciale*, VIII, Ed. CEDAM, Padova, 2004.

DAVIES, P.L., *Principles of modern company law*, Ed. Sweet & Maxwell, London, 2008.

DE CÁRDENAS SMITH, C., "Supuestos excluidos de la obligación de formular OPA por adquisición de control", *RMV* 5/2009, pp. 201.

DE CÁRDENAS SMITH, C., *Régimen Jurídico de las ofertas públicas de adquisición*, Ed. Civitas, Madrid, 1993.

DE DIOS MARTÍNEZ, L.M. / RECALDE CASTELLS, A., "La OPA obligatoria", *NEU* 285/2008, pp. 59 y ss.

EKKENGA, J., en EHRICKE, U. / EKKENGA, J. / OECHSLER, J., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Verlag. C.H. Beck, München, 2003, pp. 480 y ss.

EKKENGA, J. / HOFSCHEUER, J., "Das Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Teil II)", *DSfR* 18/2002, pp. 768 y ss.

EKKENGA, J. / SCHULZ, D., en EHRICKE, U. / EKKENGA, J. / OECHSLER, J., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Ed. C.H. Beck, München, 2003, pp. 435 y ss.

ENRIQUES, L., *Mercato del controllo societario e tutela degli investitori. La disciplina dell'opa obbligatoria*, Ed. Il Mulino, Bologna, 2002.

FLEISCHER, H. / KALSS, S., *Das neue Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, München, 2002.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *La OPA obligatoria*, Ed. Civitas, Madrid, 1996.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., *Mercado de control, medidas defensivas y ofertas competidoras. Estudios sobre OPAs*, Ed. Civitas, Madrid, 1999.

GARCÍA DE ENTERRÍA, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAs*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Cizur Menor, 2009, pp. 144 y ss

GARCÍA MANDALONIZ, M., en BENEYTO PÉREZ, J.M. / LARGO GIL, R. (dirs.), GARCÍA RINCÓN, A. (coord.), *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs)*, Ed. Bosch, Barcelona, 2009, pp. 37 y ss;

JIMÉNEZ-BLANCO, G., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAs*, Ed. Thomson Reuters Civitas, Cizur Menor, 2009, pp. 385 y ss.

HARBARTH, S., "Kontrollerlangung und Pflichtangebot", *ZIP* 8/2002, pp. 321 y ss.

HOMMELHOFF, P. / WITT, C., en HAARMANN, W. / SCHÜPPEN, M., *Frankfurter Kommentar zum WpÜG*, Verlag Recht und Wirtschaft, 3. Auflage, Frankfurt am Main, 2008, pp. 887 y ss.

HOPT, K.J. / MÜLBERT, P.O. / KUMPAN, C., "Reformbedarf im Übernahmerecht", *AG* 4/2005, pp. 109 y ss.

KLEINDIECK, D., "Funktion und Geltungsanspruch des Pflichtangebots nach dem WpÜG", *ZGR* 4-5/2002, pp. 546 y ss.

KOCH, R., "Passiver Kontrollerwerb und Pflichtangebot", *ZIP* 28/2008, pp. 1260 y ss.

MADINA, F., *La adopción de acuerdos en la sociedad anónima. Quórum de constitución y mayorías*, Ed. Marcial Pons, Madrid, 2004.

MEYER, A.H., en GEIBEL, S. / SÜSSMAN, R., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Verlag C.H. Beck, München, 2008, pp. 630 y ss.

MÜLBERT, P.O., "Umsetzungsfragen der Übernahmerichtlinie – erheblicher Änderungsbedarf bei den heutigen Vorschriften des WpÜG", *NZG* 14/2004, pp. 633 y ss.

MÜLBERT, P.O., “Übernahmerecht zwischen Kapitalmarktrecht und Aktien(konzern)recht – die konzeptionelle Schwachstelle des RegWpÜG”, ZIP 29/2001, pp. 1221 y ss.

NOACK, U., en SCHWARK, E., *Kapitalmarkts-Kommentar*, Verlag C.H. Beck, München, 2004, pp. 1850 y ss y 1869 y ss.

OECHSLER, J., en EHRICKE, U. / EKKENGA, J. / OECHSLER, J., *Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz*, Verlag. C.H. Beck, München, 2003, pp. 234 y ss.

PAZ-ARES, J.C. / PERDICES HUETOS, A., *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles IV*, URÍA, R. / MENÉNDEZ, A. / OLIVENCIA, M. (dirs.), Ed. Civitas, Madrid, 2003.

PEARSON, C. / ADAMS, N., en AAVV, *A practitioner's guide to The City Code on Takeovers and Mergers*, City & Financial Publishing, Surrey, 2005, pp. 123 y ss.

PENTZ, A., “Acting in concert – Ausgewählte Einzelprobleme zur Zurechnung und zu den Rechtsfolgen”, ZIP 29/2001, pp. 1478 y ss.

PÉREZ-RENOVALES, J., “Las ofertas públicas de adquisición de valores”, en URÍA, F. (coord.), *Régimen jurídico de los mercados de valores y de las instituciones de inversión colectiva*, Ed. La Ley, Las Rozas, pp. 615 y ss.

POLO SÁNCHEZ, E., “Reflexiones sobre el régimen de quorums y mayorías en los órganos colegiados de la sociedad anónima”, RDM 128-129/1973, pp. 199 y ss.

RECALDE, A., *Limitaciones estatutarias del derecho de voto en las sociedades de capital*, Ed. Civitas, Madrid, 1996.

RECALDE CASTELLS, A. / DE DIOS MARTÍNEZ, A., “Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia: una cuestión polémica”, *Diario La Ley*, nº 5929, de 9 de enero de 2004, pp. 1 y ss.

SALA I ANDRÉS, A.M., *Las O.P.A.s obligatorias ordinarias*, Ed. Bosch, Barcelona, 2000.

SÁNCHEZ ANDRÉS, A., “OPA, fusión y modificación de estatutos: aproximación al tema en Derecho europeo, comparado y español”, en SÁENZ GARCÍA DE ALBIZU, J.C. / OLEO BANET, F. / MARTÍNEZ FLOREZ, A., *Estudios jurídicos sobre el mercado de valores*, Ed. Thompson Civitas, Cizur Menor, 2008, pp. 1589 y ss.

SÁNCHEZ ANDRÉS, “Teleología y tipología de las oferta públicas de adquisición en la nueva legislación española”, en AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Ed. Deusto, Bilbao, 1992, pp. 3 y ss.

SÁNCHEZ CALERO, F., *La junta general en las sociedades de capital*, Ed. Civitas, Madrid, 2007, pp. 313 y ss.

SÁNCHEZ CALERO, F., *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS)*, Ed. Thompson Reuters Civitas, Cizur Menor, 2009.

SCHLITT, M., en *Münchener Kommentar zum AktG*, IX-1, 2. Auflage, Verlag C.H. Beck, München, 2002, pp. 508 y ss.

SCHOCKENHOFF, M. / SCHMANN, A., “Acting in concert”, ZGR 4/2005, pp. 568 y ss.

VARELA VARGAS, A. / JUSTE MENCÍA, J. / ERLAIZ COTELO, I., “Las operaciones *Public to Private*”, en ALVAREZ ARJONA, J.M. (dir.), ERLAIZ COTELO, I (coord.), Ed. Thompson Aranzadi, Cizur Menor, 2006, pp. 587 y ss.

VERSTEEGEN, P., en HIRTE, H. / VON BÜLOW, C., *Kölner Kommentar zum WpÜG*, Verlag KG, Köln, 2003, pp. 1095 y ss.

VIVES RUIZ, F., *Las operaciones de «public to private» en el Derecho de OPAs español*, Ed. Thompson Civitas, Cizur Menor, 2008.

VON BÜLOW, en HIRTE, H. / VON BÜLOW, C., *Kölner Kommentar zum WpÜG*, Verlag KG, Köln, 2003, pp. 1015 y ss.

WEINBERG / BLANK, *Takeovers and Mergers*, Ed., Sweet & Maxwell / Thompson Reuters, 5th Edition, London, 2009.

WYMEERSCH, E., “La oferta pública de adquisición obligatoria. Una opinión crítica”, en AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Ed. Deusto, Bilbao, 1992, pp. 47 y ss.

WYMEERSCH, E., “Übernahmeangebote und Pflichtangebote”, ZGR 4-5/2002, pp. 520 y ss

ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., “Adquisiciones indirectas o sobrevenidas de una participación significativa”, en SÁNCHEZ CALERO, F., *Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs) I*, CDBB. Madrid, 1993, pp. 75 y ss.

ZURITA Y SÁENZ DE NAVARRETE, J., “La adquisición de participaciones significativas y la OPA en el Real Decreto 1.197/1991”, en AAVV, *La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición*, Ed. Deusto, Bilbao, 1992, pp. 123 y ss.

ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., en ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J. / GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (dirs.), *La Regulación de las OPAS*, Ed. Thompson Reuters Civitas, Cizur Menor, 2009.

Más información

Luis Miguel de Dios Martínez

luismiguel.dedios@cms-asl.com

CMS Albiñana & Suárez de Lezo, C/ Génova, 27 – 28004 Madrid – España

T +34 91 451 93 00 – F +34 91 442 60 45 – madrid@cms-asl.com

CMS Albiñana & Suárez de Lezo es una de las firmas de abogados con más historia y prestigio del mercado español, con oficinas en Madrid, Sevilla y Marbella. Combinamos tradición y vanguardia, experiencia e innovación, como valores para lograr la máxima satisfacción de los clientes.

Con más de 90 abogados, nuestra finalidad es mantener una relación estrecha de trabajo con el cliente para comprender y anticipar sus necesidades y estar a su entera disposición para llevar a cabo sus objetivos de negocio.

Despacho multidisciplinar, ofrecemos a través de nuestras distintas áreas de experiencia un servicio completo de asesoramiento legal y fiscal que cubre todas las necesidades de nuestros clientes.

CMS Albiñana y Suárez de Lezo pertenece a la organización CMS, organización de los mayores despachos europeos independientes y cuya ambición es ser reconocida como la mejor firma de servicios legales y fiscales en Europa.

www.cms-asl.com

CMS oficinas y oficinas asociadas: **Ámsterdam, Berlin, Bruselas, Londres, Madrid, París, Rome, Viena, Zurich,** Aberdeen, Argelia, Amberes, Arnhem, Beijing, Belgrado, Bratislava, Bristol, Bucarest, Budapest, Buenos Aires, Casablanca, Colonia, Dresde, Dusseldorf, Edimburgo, Estrasburgo, Frankfurt, Hamburgo, Kiev, Leipzig, Ljubljana, Lyon, Marbella, Milán, Montevideo, Moscú, Munich, Praga, Sao Paulo, Sarajevo, Sevilla, Shanghái, Sofia, Stuttgart, Utrecht, Varsovia y Zagreb.

Asimismo, la organización está asociada con la firma de abogados "The Levant Lawyers" con oficinas en, Abu Dabi, Beirut , Dubái y Kuwait .