



Presentación de la Guía Práctica de Cuatrecasas

“Una década de aplicación del actual régimen de OPAS”

ÁNGEL BENITO, CONSEJERO DE LA CNMV

Madrid, 28 de marzo de 2017

1. AGRADECIMIENTO

Muy buenos días y muchas gracias a todos por vuestra presencia en la sede de Cuatrecasas.

Es un orgullo compartir este acto con el profesor Olivencia precursor como todos sabemos de los códigos de buen gobierno existentes en nuestro país.

Quiero comenzar agradeciendo las palabras de Kiko Pérez Crespo por su amable presentación y a Juan Aguayo y al despacho por haberme invitado a realizar la presentación de esta Guía. Es un placer estar con vosotros compartiendo estas experiencias durante los últimos diez años.

Como sabéis, no me prodigo mucho en este tipo de actos, soy más bien de Infantería, pero no podía rechazar este ofrecimiento en un campo que es tan apasionante. Sólo los que estamos familiarizados con las opas sabemos de la complejidad de las mismas y presentan una buena oportunidad para hacer un libro de esta experiencia.

Permitidme que en mi presentación haga también un agradeciendo al Departamento de Mercados Primarios, como responsable directo en la CNMV de la supervisión y tramitación de las ofertas públicas de adquisición, con su Director Carlos Lázaro a la cabeza, y dentro del Departamento, a la Unidad especializada en esta materia con su Subdirectora Rosa González. Si alguien sabe de opas en este país es sin duda Rosa, ella sí que tiene interiorizadas todas las operaciones desde la creación de la CNMV. Aprovecho su presencia en este acto para agradecerles públicamente el trabajo y dedicación que vienen prestando a la CNMV continuamente.

Creo que la publicación de la Guía Práctica por parte de Cuatrecasas no sólo es oportuna, sino que es un excelente recopilatorio en un solo documento bien estructurado de todo lo relativo a opas en esta década.

Como ustedes saben, el próximo mes de agosto se cumplirán 10 años de aplicación del actual régimen legal de las ofertas públicas de adquisición, originado esencialmente como consecuencia de la transposición de la Directiva del 2004 relativa a las ofertas públicas de adquisición, la conocida como Directiva de Opas.

En 2007, se da una nueva redacción a las previsiones en materia de opas contenidas en la Ley del Mercado de Valores, se deroga el Real Decreto de Opas de 1991 y se sustituye por el Real Decreto 1066/2007, actualmente

vigente, que contiene una regulación exhaustiva de todas las fases de formulación de una opa.

La última opa autorizada antes de la entrada en vigor del régimen actual, aunque ya había sido publicado, fue la formulada por los grupos Enel y Acciona sobre Endesa cuyo volumen superó la nada despreciable cifra de 23 mil millones de euros y que todos recordamos.

La Directiva de Opas establece una serie de directrices mínimas que garantizan la transparencia y la seguridad jurídica en la realización de una opa y otorga derechos de información a los accionistas, los trabajadores y las partes interesadas.

A pesar del tiempo transcurrido, la Directiva de Opas no ha experimentado cambios desde 2004. Entre los factores apreciados para su mantenimiento, se encuentra la significativa reducción de las opas, a causa de la crisis financiera y económica, cuyo inicio coincide con el periodo de transposición (2006-2007).

En este sentido se pronuncia el Parlamento Europeo en su Resolución de 21/05/2013, al considerar que una nueva evaluación de la aplicación de la Directiva de Opas deberá producirse cuando las actividades relacionadas con las opas vuelvan a tener un volumen más regular.

Debe tenerse en cuenta, asimismo, que la Comisión Europea ha constatado un funcionamiento satisfactorio de la Directiva de Opas, aunque la armonización en materia de opas es una de las tareas pendientes que tiene que abordarse, pero al estar relacionada con el derecho de sociedades de cada uno de los estados miembros no es una tarea fácil de realizar.

Entrando en la materia que nos ocupa, en la Guía sobre opas que nos habéis facilitado se constata un gran conocimiento y experiencia en este campo.

Contiene una completa recopilación de las principales características y datos básicos de las 54 ofertas autorizadas en España en este periodo, desde el 13/08/2007 hasta la fecha, incluyendo la última opa autorizada la de Indra sobre Tecnocom que se encuentra todavía en plazo de aceptación. Actualmente no existe ninguna opa en tramitación.

Anteriormente, desde 1988, se habían autorizado por la CNMV 329 opas.

Encontrareis también información sobre las excepciones o dispensas de la obligación de formular una opa, ya sea por toma de control o por solicitud de exclusión y una breve descripción del procedimiento de oferta.

Considero todo ello de enorme utilidad para las personas estudiosas o interesadas en este tipo de operaciones.

Las 54 ofertas autorizadas en el periodo han afectado a un total de 44 sociedades ya que 4 de ellas se han visto afectadas por dos opas cada una y 3 sociedades por tres opas cada una, incluyendo dos ofertas competidoras.

Dos operaciones se coordinaron con los organismos supervisores de otros países. Fueron: en 2007 la oferta de Imperial Tobacco sobre Altadis, sociedad cotizada en la bolsa española y en Euronext París y en 2015, la oferta de Orange sobre Jazztel, cotizada solo en España pero con domicilio social en Reino Unido.

Considerando que la exclusión de cotización está sujeta a oferta obligatoria, salvo en los supuestos exceptuados expresamente en la normativa (artículo 11 del RD OPAS) y que las ofertas por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias también están configuradas de forma obligatoria, podemos concluir que la mayor parte de las opas formuladas en estos 10 años, concretamente un 65%, han sido de tipo obligatorio (35 opas) y por tanto con precio equitativo necesariamente.

Las ofertas de tipo voluntario (19 opas) representan el 35% restante y aun siendo libre la fijación del precio, también han sido realizadas a precio equitativo en su inmensa mayoría.

El precio equitativo se define como el más alto pagado o acordado pagar por el oferente en los 12 meses anteriores al anuncio de la operación o bien, como un precio justificado con un informe en el que, con carácter general, deben utilizarse los métodos de valoración propios de una oferta de exclusión como contempla el artículo 10 del RD OPAS.

De las 6 ofertas cuyo precio no tuvo consideración de equitativo conforme al régimen aplicable, conviene destacar sus particularidades:

- En 2 casos se trataba de opas parciales para la adquisición de acciones propias y estaban configuradas como una forma de remuneración a los accionistas. Mediante este tipo de opas no se puede alcanzar una posición de control y en este sentido, el precio no constituye un elemento esencial.
- Una oferta cuyo precio no tenía referencia de operaciones previas y en la que tampoco se aportó informe de valoración que permitiera contrastar su justificación, consiguió una aceptación superior al 95%, lo que conllevó la realización posterior de una operación de *squeeze-out* y con ella la exclusión del valor.
- Una oferta se formuló a precio inferior al de cotización y quedó sin efecto al no recibir la aceptación a la que se condicionó y no renunciar

el oferente a la condición, lo que habría supuesto la obligación de formular otra oferta a precio fijado conforme a los criterios de valoración de una oferta de exclusión.

- En 2 casos (ambas sobre la misma entidad) se trató de ofertas competidoras. Una de ellas, la oferta inicial, quedó sin efecto al desistir el oferente en la fase final, mientras que el oferente de la competidora no consiguió alcanzar el 30%.

En 3 operaciones el oferente tuvo que elevar el precio para que pudiera tener la consideración de equitativo. En varias ofertas los precios fueron ajustados como consecuencia de los dividendos pagados. Estos datos están perfectamente detallados en el libro.

Destacaré también en materia de precios que, con objeto de justificar el precio ofrecido, se han aportado informes de valoración en 26 casos. Se trata de las 19 ofertas de exclusión, al tratarse de un requisito imprescindible y de otras 7 ofertas, 4 de ellas de tipo obligatorio y 3 opas voluntarias en las que se aportaron valoraciones por diversos motivos:

en una opa se trataba de cumplir con lo previsto en el artículo 9 sobre precio equitativo para empresas en dificultades financieras;

en dos casos se aportaron valoraciones para acogerse al finalizar la opa a la excepción de oferta de exclusión prevista en la norma;

en otro caso para cumplir lo previsto sobre la dispensa previa condicionada.;

en otra opa para dar cumplimiento a lo previsto sobre precio equitativo en ausencia de operaciones o acuerdos;

en una opa para intentar justificar que el precio podía considerarse equitativo aunque se encontraba por debajo de la cotización y;

en otra opa para mantener la sociedad en bolsa a pesar de la mínima difusión accionarial existente.

Cabe destacar que 50 de las ofertas del periodo se han formulado con precio en efectivo, 3 mediante canje de valores y una con contraprestación mixta (canje y efectivo).

Por lo que se refiere a la tipología de las ofertas y ciñéndonos exclusivamente a lo que viene denominándose mercado de control empresarial (ofertas motivadas por aumento o cambio de control), nos encontramos en el periodo con un 24% de ofertas obligatorias (13 opas), es decir, ofertas presentadas tras

la toma de una participación de control previa, frente a un 31% aproximadamente de ofertas voluntarias (17 opas).

La mayor parte de las ofertas voluntarias se formularon como consecuencia de los acuerdos previos alcanzados con uno o varios accionistas de referencia para la aceptación de la opa (en 12 casos).

Cabe añadir, para que os hagáis una idea de lo que venimos hablando en términos monetarios, que el volumen efectivo de las opas en estos 10 años supera los 50.000 millones de euros, sin incluir la de Indra sobre Tecnocom que es la única autorizada ya en 2017.

En los 10 años anteriores (desde 1998 hasta el 13/08/2007), el número de opas autorizadas se elevó a 150 (casi 3 veces más operaciones que en la última década), y el volumen efectivo estuvo en torno a los 75.000 millones de euros, que se ven reducidos hasta los 52.000 millones de euros aproximadamente si se deduce la operación relativa a Endesa.

Estas cifras no están en el informe, pero son perfectamente públicas.

Respecto a las compraventas forzosas destacar que una oferta voluntaria aumenta la posibilidad para conseguir el doble umbral exigido para llevar a cabo posteriormente la operación de compraventa forzosa o *squeeze-out*.

Es decir, un resultado equivalente al 90% de las acciones comprendidas en la oferta se alcanza más fácilmente si la oferta incluye todas las acciones, porque el oferente no ha realizado compras anteriormente que cuando se adquiere previamente una participación de control.

Como bien explica Juan Aguayo en alguna de sus colaboraciones, por cada 10% de capital que se adquiriera al margen de la oferta, el porcentaje total de acciones que debe aceptar la oferta para poder realizar la operación de *squeeze-out* se incrementa en un 1%.

Como se detalla en la Guía, en 10 de las 54 opas se ha realizado la operación de *squeeze-out*, esto es, el resultado de la oferta ha permitido el cumplimiento de las condiciones necesarias (tener al menos el 90% del capital y aceptación de la opa por al menos el 90% de los derechos de voto a los que se dirigía) y el oferente ha exigido a todos los accionistas de la sociedad afectada, la venta de sus acciones a un precio igual al de la oferta.

El *squeeze-out* ha supuesto la exclusión de cotización de 7 empresas sin necesidad de formular una oferta de exclusión y 3 de las operaciones de *squeeze-out* se realizaron tras la realización de una opa de exclusión.

De las 44 sociedades afectadas por alguna opa, 12 se mantienen en bolsa. Teniendo en cuenta que únicamente 19 de ellas fueron objeto de una oferta de exclusión, las 13 restantes han sido excluidas sin una nueva oferta pública.

Otra de las ventajas de la oferta de tipo voluntario es que permite al oferente someter su eficacia al cumplimiento de determinadas condiciones. La condición más habitual es el establecimiento de un nivel mínimo de aceptación. En 14 operaciones el oferente ha incorporado condiciones y todas se cumplieron salvo en contadas ocasiones.

Termino mencionando las excepciones de opa obligatoria que hemos tenido en este periodo. Se han aprobado 7 excepciones que han permitido a los respectivos solicitantes tomar una participación de control sin necesidad de formular una opa.

Cinco de ellas como consecuencia de operaciones de fusión con los requisitos previstos en el artículo 8 g) del RD OPAS y las otras dos por operaciones de salvamento realizadas en los términos previstos en el artículo 8 d).

Tres de las sociedades han sido objeto posteriormente de una o más opas y han sido excluidas, las otras 2 se mantienen en bolsa.

Por lo que se refiere a la dispensa de opa obligatoria en caso de toma de control cuando otro accionista tiene una participación igual o superior, se han concedido dos dispensas condicionadas. Ambas cotizadas fueron objeto posteriormente de una opa en el periodo y han sido excluidas.

Además de lo que he expuesto en esta presentación, la guía contiene otras consideraciones relativas a las limitaciones de la actuación del oferente, el deber de pasividad de los administradores y directivos, las ofertas competidoras y otras cuestiones que están excelentemente tratadas y que les invito a su lectura.

Quería también aprovechar mi intervención para comentarles un aspecto al que la CNMV presta mucha atención que son las manifestaciones, consultas y reclamaciones que los accionistas remiten a la CNMV con motivo de una opa, principalmente relacionadas con el precio ofrecido. Durante el procedimiento de tramitación de la opa, la CNMV considera las observaciones recibidas y en su caso, requiere información adicional para que el oferente complete el folleto en la medida necesaria.

En otras ocasiones, los interesados deciden acudir a la vía contencioso-administrativa, recurriendo la autorización de la oferta. Podemos decir que se trata de una decena de casos aproximadamente y todos ellos desestimados

salvo uno, estimado parcialmente por el Tribunal Supremo en 2015 cuya sentencia se encuentra pendiente de ejecución.

Me despido ya de todos vosotros con un deseo y es que espero que me invitéis a presentar el próximo libro de los 20 años de las opas autorizadas por la CNMV, será una buena señal de que seguimos en este mercado.

Muchas gracias.

