

El debate sobre las medidas defensivas frente a una OPA hostil

Y la alteración sobre la proporcionalidad entre participación en el capital y derecho de voto

por *Jesús Alfaro Águila–Real*

Catedrático de Derecho Mercantil. CMS–Albiñana & Suárez de Lezo.

1. El punto de partida del debate: la eficiencia del mercado de control societario
2. Las llamadas "OPAS coactivas"
3. La consolidación del control
4. Otros problemas de acción colectiva de los destinatarios de la oferta
5. La alteración de la proporcionalidad entre derecho de voto y participación en el capital social
6. Conclusión intermedia
7. Los mecanismos de blindaje en los distintos Derechos
8. Efectos de las distintas medidas
9. Las restricciones legales a la adopción de medidas defensivas por los accionistas en el Derecho español

1. El punto de partida del debate: la eficiencia del mercado de control societario

El punto de partida del debate sobre la legitimidad de las *ofertas públicas de adquisición hostiles* es el de la afirmación de su *bondad* para reducir los costes de la separación entre propiedad y control típica de la sociedad anónima cotizada. En pocas palabras, la posibilidad de una OPA *hostil* advierte a los administradores de la sociedad –que controlan la gestión– de que pueden ser destituidos de sus puestos si gestionan deficiente o deslealmente porque el oferente se hará con el control y, normalmente, sustituirá a los administradores por otro equipo gestor. Si la gestión deficiente o desleal se refleja en la cotización bursátil, un tercero que "crea" que con una gestión diferente la empresa vale mucho más, tiene incentivos para realizar la oferta. Y, normalmente, para hacerlo sin contar con los administradores de la sociedad objeto de la adquisición porque es la mala gestión de los administradores la que justifica la propia presentación de la oferta. Los accionistas de

la sociedad objeto de la OPA hostil se benefician de éstas (i) *ex ante* y, en general, porque la mera posibilidad de que haya una OPA *disciplina* a los administradores y les "convenza" de que sean diligentes y honrados y (ii) *ex post*, porque para ser convencidos de vender, el oferente habrá de ofrecerles un precio superior al de cotización (que refleja el valor de la empresa bajo la actual gestión).

La conclusión parece obvia: la directriz de política legislativa debería ser la de *prohibir cualquier tipo de medida que desestime la realización de ofertas hostiles*. Sin embargo, si así son las cosas, no se entiende por qué las sociedades –esto es, los accionistas– adoptan medidas defensivas y lo hacen de forma tan generalizada (1) que los Estados han puesto en vigor *normas imperativas que prohíben* en determinadas circunstan-

cias a las sociedades adoptar defensas *anti-OPA* (2). Es el caso de la Directiva de OPAS (Directiva 2004/25/CE) que en su artículo 9 somete la adopción de medidas defensivas por parte de los administradores, a que cuenten con la autorización de la Junta General con la única excepción de la búsqueda de ofertas alternativas ("*caballero blanco*"). Esta es la situación legal también en España una vez incorporada la Directiva y tras la reforma del artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores (Ley 6/2007) y de la promulgación del Real Decreto de OPAS (3).

2. Las llamadas "OPAS coactivas"

El debate es complejo y se admite que las OPAS hostiles pueden ser perjudiciales para los accionistas. En efecto, hay OPAS que deben calificarse como *coercitivas* o coactivas lo que significa que el oferente *se aprovecha de las dificultades de los accionistas para tomar una decisión racional* respecto a vender o no vender para expropiarles en mayor o menor medida porque han de temer que, si no venden aunque el precio les parezca bajo– queden "encerrados" con el socio mayoritario y a su merced y, por tanto, que el precio de sus acciones sea muy inferior al actual. Se trata del conocido problema de *acción colectiva* que sufren los accionistas dispersos: para los accionistas, individualmente considerados, es mejor no vender y que vendan los demás, si el adquirente hará aumentar el valor de las acciones (porque se producirá el cambio de control que hará aumentar el valor de las acciones y el accionista que no ha vendido disfrutará de dicho aumento bajo la

(1) V., Institucional Shareholder Services Europe (ISS Europe)/Shearman & Sterling/ECGI, *Report on the Proportionality Principle in the European Union*, 2007 para la Comisión Europea, disponible en http://www.ecgi.org/osov/documents/final_report_en.pdf

(2) Sería necesario matizar muchos extremos y distinguir entre medidas adoptadas por la mayoría de los accionistas; por los administradores, por el Estado etc., pero no podemos hacerlo por razones de extensión de esta nota y porque la afirmación del texto sigue siendo correcta, como lo prueba el hecho de que muchas de las sociedades que comienzan a cotizar en un mercado de valores en los EEUU (a través de una oferta pública de venta o suscripción) incluyen en sus estatutos medidas de defensa contra una toma de control "hostil" a los administradores que están en el cargo en el momento de la salida a Bolsa.

(3) Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28–07–2007).

nueva gestión) pero si todos piensan lo mismo, ninguno vende y, por tanto, el oferente no adquiere el control y el aumento de valor no se produce. Anticipando esta actitud de los accionistas, la oferta no llega a presentarse. Viceversa, si la oferta es expropiatoria, los accionistas harían bien en no vender. Pero, individualmente, habrán de temer que los demás sí vendan y que ellos queden –con el nuevo accionista de control expropiador– encerrados en una sociedad controlada y con acciones que valen, lógicamente, mucho menos de modo que todos se sienten presionados para vender (4).

Pueden ser coactivas las OPAS parciales porque el oferente “no necesita” a los accionistas minoritarios una vez que ha adquirido el control y, por tanto, si puede hacer dos ofertas (una por las acciones que dan el control a un precio elevado y otra, posterior, a un precio mucho más bajo por las acciones cuya adquisición no es necesaria para obtener el control), lo hará. De ahí que la legislación sobre OPAS obligue a realizar OPAS por la totalidad del capital social. Las OPAS parciales están admitidas pero sólo como voluntarias, es decir, siempre que, a través de ellas, el oferente no adquiera un volumen de acciones que le ponga en situación de realizar una oferta obligatoria, oferta que, en tal caso, habría de ser por el 100%, a un precio que –para ser considerado “equitativo”– ha de corresponderse con el pagado por el oferente por el paquete que le dio el control (5).

3. La consolidación del control

El grupo de casos más elaborado es el de las ofertas de consolidación del control: el accionista de control –pero que sólo ostenta una participación minoritaria– hace una oferta de compra a los accionistas dispersos porque dispone de información sobre la empresa social que le permite estar seguro del mayor valor de ésta respecto al precio que refleja la cotización. Una vez adquirido el 100% del capital, dicho mayor valor “aflora” en forma, por ejemplo, de venta de activos, que queda en manos

del socio de control. Otro grupo de casos es el de las OPAs parciales seguidas de fusión entre la “opante” y la opada. Algunos casos de este tipo son muy conocidos. Los socios de control de la sociedad titular de los grandes almacenes italianos *La Rinascente* habrían hecho el “negocio del siglo” con los activos de ésta a costa, una vez más, de los accionistas dispersos (6).

IFIL (de la familia Agnelli) y AUCHAN (nuestro Alcampo) eran dueños del 59% de *La Rinascente*. El resto estaba en Bolsa. En marzo de 2003, ambos socios hicieron una oferta pública de adquisición a los socios dispersos advirtiéndoles de su voluntad de excluirla de cotización valorando *La Rinascente* en 1.770 millones de euros. La oferta suponía una prima sobre el precio de cotización de un 33% pero el precio de cotización en el momento en que se hizo la oferta era sólo de 3,34€ siendo así que, en el año 2000 el precio medio había sido de 5,90€. En el folleto informativo de la OPA (aprobado por la CNMV italiana, CONSOB), IFIL y AUCHAN hablaban de que su intención era que *La Rinascente* continuara con su negocio y nada decían de desmantelar el grupo y vender sus principales activos (los inmuebles comerciales en los mejores sitios de las principales ciudades italianas). Nada se decía en el folleto acerca del valor de dichos inmuebles. Sólo aparecían valorados por su coste histórico que alcanzaba

1.270 millones de euros incluyendo 39 centros comerciales, tiendas en los centros de las ciudades y un edificio de gran valor en Milán. Al poco de ejecutada la OPA, IFIL y AUCHAN, ya titulares del 99% del capital vendieron los 38 centros comerciales valorándolos en 861 millones de euros y se repartieron un dividendo de 300 millones de euros para cada uno. A fines del año 2004, AUCHAN acordó con IFIL que compra por 1.060 millones de euros la cadenas de supermercados de IFIL y la mayoría del capital de la sociedad filial titular de los centros comerciales lo que significaba valorar la totalidad de *La Rinascente* en 2.120 millones de euros (7).

Por último, es interesante el caso de la consolidación del control de *T-Online*, la filial de Internet de *Deutsche Telekom*, por parte de su sociedad matriz. Las conversaciones para fusionarse comenzaron en octubre de 2004 justificándose la fusión en el ahorro de costes. A tal *DT* hizo una oferta en dos tramos –de facto– porque hasta febrero de 2005 ofreció públicamente la compra a 8.99€ en efectivo, un precio inferior al de la OPV del año 2000 (27€) y que se correspondía con la valoración de un experto independiente. Pero el Consejo de Administración de *T-On Line* consideró, tras asesorarse, que el precio estaba “significativamente por debajo del valor de *T-On Line* que resulta de una valoración según

- (4) V., M. BURKART/F. PANUNZI, “Mandatory Bids, Squeeze Out, Sell Out and the Dynamics of Tender Offer Process” *ecgi law working paper*, 10/2003, junio 2003, disponible en <http://ssrn.com/abstract=420940>, visitado el 13-06-2005; . Y. AMIHUD/M. KAHAN/R. SUNDARAM “The Efficiency and Welfare Foundations of Freeze Out Laws in Takeovers” marzo de 2002, disponible en enero de 2006 en <http://ssrn.com/abstract=305242> para la exposición de, cómo el derecho del oferente que ha realizado una OPA a exigir a los accionistas que no han vendido en la OPA que le venda (*squeeze out*) resuelve el primer problema. Una exposición clara y reciente del problema, formulado por primera vez por Grossman y Hart en F. MUCCIARELLI, “white Knights and Black Knights”, *ECFR* 4(2006), p. 408 y ss.
- (5) Aunque la Directiva permite a los Estados que el precio sea inferior al pagado por el obligado a hacer la oferta para obtener el control si el que pagó para ello no es “razonable” v., al respecto, MUCCIARELLI, *ECFR* 4(2006) p. 414 con más indicaciones.
- (6) *The Economist* 19-02-2005
- (7) La conducta de estos accionistas de control es todavía más grave porque, con anterioridad y con independencia de la OPA, habían faltado a sus deberes de lealtad como administradores (al hacer prevalecer su propio interés sobre el interés social) al no proceder a la venta de los inmuebles si ese era el mejor destino que podía darse a los activos sociales. Porque, en efecto, no creo que a nadie le quepa duda de que infringe sus deberes de diligencia el administrador (o el socio de control) que, a sabiendas de que los activos sociales generarían rendimientos muy superiores para los accionistas dedicados a otro fin distinto de aquél al que se encuentran dedicados, omiten tal cambio de dedicación de los activos. Cuando tal inactividad se debe a que los administradores esperan poder apropiarse en exclusiva del mayor valor de dichos activos una vez “expulsados” los accionistas dispersos, dejamos de estar ante un problema de mala gestión para enfrentarnos a un problema de flagrante deslealtad. El caso es valorativamente idéntico a aquel en el que el *insider* aprovecha en beneficio propio una oportunidad de negocio que pertenece a la sociedad, conducta que constituye el paradigma de las operaciones desleales. La OPA, en este caso, no es más que el instrumento de liquidación de los llamados “beneficios privados del control”.

flujos de caja descontados" por lo que el Consejo se abstuvo de recomendar o rechazar la oferta. *DT* advirtió a los accionistas de T-On Line de que si no aceptaban la oferta, llevaría a cabo una fusión con una relación de canje de entre 0,45 y 0,55 acciones de T-On Line por una acción de *DT* lo que significaba valorar la primera por debajo de los 8,99€. Antes de la OPA, *DT* ostentaba el 73,93% of T-On Line y *Lagardere*, el grupo empresarial familiar francés el 5,69%, el resto se encontraba en manos de accionistas dispersos. En diciembre, *DT* había comprado un 0,05% adicional y los accionistas minoritarios esperaban que mejorase su oferta. Si llegaba al 75% podría imponer la fusión (porque, de acuerdo con el Derecho alemán es necesario el voto favorable de $\frac{3}{4}$ partes del capital presente o representado en la Junta, por lo que *DT* no necesitaba la totalidad del paquete de *Lagardère* y es posible que sólo con su 73,93% hubiera podido forzar la fusión). El 7 de febrero siguiente, *DT* y *Lagardère* anunciaron que había vendido su participación en T-On Line a *DT* por un precio que no se hizo público, con lo que *DT* alcanzó la mayoría necesaria para forzar la fusión (8).

Como se ve, cuando la oferta la realiza alguien que no tiene una posición de control en la sociedad objeto de la OPA la transacción es semejante a cualquier transacción de mercado y no hay razones, en principio, para que los accionistas vendan si el precio no les parece bueno. Pero cuando la OPA la realiza un *insider* (administradores o socios de control) aparece un conjunto de problemas nuevos para los accionistas dispersos que tienen que ver con *los deberes de lealtad* de los *insiders*. Un *insider* es el oferente cuando estamos ante un *management buy out*, esto es, cuando los actuales gestores desean convertirse en propietarios de la sociedad y son ellos los que se ofrecen para comprar sus acciones a los accionistas dispersos y también son *insiders* los oferentes en las OPAS que examinamos. Téngase en cuenta que, en estos casos, la probabilidad de que aparezca un tercero que realice una

oferta competidora que protegiera a los accionistas dispersos es especialmente reducida por el hecho, precisamente, del control que de la sociedad tienen los *insiders*.

Obsérvese la diferencia fundamental con las OPAS realizadas por un tercero *outsider*. También en éstas el *outsider* ofrece un precio (por encima del de cotización pero) inferior al valor que él atribuye a la compañía. Si el oferente no estuviera convencido de que, bajo su gestión, se puede aumentar significativamente el valor de la compañía, sencillamente, no haría la oferta. Ahora bien, en la medida en que tal convicción proceda de información que ha obtenido él mismo, nada hay que objetar a tal comportamiento. Al contrario, la posibilidad de realizar una OPA incentiva a los particulares para analizar las empresas "*opables*" y averiguar cuáles están mal gestionadas o tienen activos que valen mucho más dedicados a otros fines. En las OPAS hechas por *insiders*, por el contrario, la información que permite al oferente realizar la oferta es una información **que no le pertenece; que no ha generado él; que pertenece a la sociedad y por tanto a todos los accionistas**. Si el *insider* conoce esa información en exclusiva es **porque la está ocultando indebidamente** (si al no informar al mercado está incumpliendo con las normas correspondientes del Derecho del mercado de valores o el Derecho mercantil) o **porque su presencia en los órganos de gestión y supervisión de la sociedad le han permitido acceder a ella**.

Cuando existe un accionista mayoritario que vende en la OPA, el riesgo de

expropiación se minimiza. La razón no se escapa. En tal caso, (es lo que sucede típicamente en los MBO, donde el *management* adquiere la participación mayoritaria al socio mayoritario y, consecuentemente, viene obligado a hacer una OPA por el 100% del capital si la sociedad cotiza en bolsa) el accionista mayoritario, que es un *insider*, no se dejará engañar y exigirá que la OPA se haga por un precio que refleje el verdadero valor de la compañía. Frente al accionista mayoritario, el *management* no se encuentra en la situación de ventaja informativa a que hemos hecho referencia más arriba. El precio de la OPA se determinará de forma semejante a cómo se determinaría en una transacción de mercado. Obviamente, el riesgo para los accionistas dispersos es, en tal caso, que el *management* acuerde en secreto pagar una sobreprima al accionista mayoritario de espaldas a ellos, es decir, que no se garantice la igualdad de trato. Pero cuando el oferente se "*enfrenta*" exclusivamente a accionistas dispersos, el riesgo de expropiación sólo puede conjurarse exigiendo al oferente que revele toda la información privada acerca de la empresa cuya gestión controla y haciéndole responsable en caso contrario, por una conducta dolosa que debería generar la nulidad de los contratos de compraventa de acciones y la indemnización a los accionistas dispersos de todos los daños sufridos más la obligación de devolver a la sociedad todo lo que haya constituido enriquecimiento de los oferentes. No nos enfrentamos a un problema de responsabilidad de los administradores –que también– sino

(8) Th. KIRCHMAIER/J. GRANT, "Financial Tunneling and the Revenge of the Insider System", *working paper*, abril 2005, visitado en Julio de 2005 en http://ssrn.com/abstract_id=613945, pp. 26-27. Según informaciones de la época, *Lagardère* habría vendido a 8,99 € la mayor parte de las acciones y una pequeña parte a un precio más elevado a *personas distintas* de *DT*. "Das Unternehmen habe den größten Teil im Rahmen von deren Umtauschangebot unmittelbar vor Ablauf der Verkaufsfrist zum Preis von 8,99 Euro veräußert. Ein kleinerer Teil sei zu einem geringfügig höheren Preis an andere Interessenten gegangen, so der Sprecher weiter" <http://www.netzeitung.de/wirtschaft/boerse/324759.html> y lo habría hecho justo al finalizar el plazo del que disponían los accionistas minoritarios para aceptar o rechazar la oferta en efectivo de 8,99 €. Como puede suponerse, la cuestión es si *Lagardère* recibió un mejor precio que los accionistas dispersos. Resulta sospechoso, en este sentido, la falta de transparencia de la transacción. La relación de canje de la fusión se estableció en 25 acciones de T-Online por 13 de *DT* <http://www.dsw-info.de/T-Online-Update-2.760.0.html>. El recurso presentado por los accionistas minoritarios impugnando la relación de canje (de acuerdo con el Derecho alemán, los accionistas descontentos con ésta tienen derecho a que un Juez revise la relación de canje y orden el pago de una cantidad de dinero en metálico añadida, aunque no a la nulidad de la fusión) está pendiente de resolución a la fecha de escribir estas páginas.

a un problema de responsabilidad contractual de los oferentes respecto a los destinatarios de la oferta de compra de las acciones (9).

4. Otros problemas de acción colectiva de los destinatarios de la oferta

Pero, aún sin carácter coactivo, una OPA hostil puede, en general, ser perjudicial para los accionistas porque el precio ofrecido sea inferior al valor esperado de las acciones. Imagínese, por ejemplo, que una compañía está desarrollando varios medicamentos contra el cáncer. Sólo uno de ellos es, sin embargo, conocido públicamente. La compañía no puede hacer públicas sus investigaciones sobre los otros dos productos porque mejoraría la posición de sus competidores. En tal caso, la cotización de esa compañía no reflejará las ganancias futuras derivadas de los otros productos anticancerosos no conocidos públicamente y, por tanto, una OPA hostil sobre la compañía ofrecería un precio inferior al valor real de la empresa. En general, *si los administradores actuales disponen de información privada* –no reflejada, por tanto, en la cotización bursátil– o si la cotización bursátil no refleja, por cualquier otra razón, el valor de la compañía, el precio de la OPA hostil puede ser inferior al valor real de ésta y, no obstante, tener éxito por problemas semejantes de acción colectiva a los que se producen en el caso de las OPAS coactivas. Y, en general, la estabilidad del *management* favorece una gestión eficiente respecto de los proyectos de inversión en industrias que tienen períodos de realización largos; las inversiones de los gestores e *insiders* en información y capital humano específico a la empresa, que en muchos casos pueden ser decisivas para su supervivencia; y el ahorro de medidas de señalamiento que pueden ser muy costosas en escenarios con mucho ruido.

5. La alteración de la proporcionalidad entre derecho de voto y participación en el capital social

Las OPAS hostiles no son posibles cuando la sociedad objeto de la oferta está controlada, es decir, hay un accionista mayoritario. Sin su consentimiento, no es posible la adquisición del control. En la Europa continental es frecuente que las sociedades cotizadas estén controladas sin que, no obstante, ningún accionista ostente la mayoría del capital social. Es decir, los accionistas significativos controlan la sociedad alterando la proporcionalidad entre participación en el capital social y derechos de voto. En los últimos años, la discusión acerca de la eficiencia o ineficiencia de estas estructuras (que alteran la proporcionalidad entre participación en el capital y voto) ha arreciado, precisamente, porque constituyen la forma más extendida –y eficaz– de medidas “*anti-OPA*”.

La lógica del principio “*una acción, un voto*” se encuentra en que el derecho de voto ha de ser proporcional a los derechos económicos porque sólo de esa forma se garantiza que las decisiones en la sociedad tenderán a maximizar

el valor de ésta. Pero la existencia de mecanismos que alteran esta proporcionalidad puede ser eficiente si hay inversiones específicas (*Khachaturyan*). Por otro lado, la presencia de accionistas significativos –que ostentan participaciones entre el 5 y el 30% del capital social– reduce los costes de control de los gestores, porque los socios significativos no sufren los costes de coordinación y acción colectiva que hemos descrito más arriba (10) (*beneficios compartidos del control*) pero, al mismo tiempo, dado que estos accionistas no poseen más que un porcentaje reducido del capital social, tienen incentivos para actuar deslealmente y apropiarse de una porción superior de los beneficios sociales a la que corresponde a su participación (*beneficios privados del control*) (11).

Esto no significa, sin embargo, que las cláusulas estatutarias o los mecanismos extraestatutarios que alteran esta regla de proporcionalidad sean ineficientes. Su presencia extendida –en los términos que veremos más adelante– podría indicar, precisamente, que han sobrevivido a la competencia y, por tanto, que son eficientes porque, en otro caso, los mercados de capitales habrían obligado a las sociedades que los utilizan a prescindir de ellos si no quieren ver elevado su coste de capital. Como veremos, ni siquiera en el

(9) L. RENNEBOG/T. SIMONS, “Public-to-Private Transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs”, *ecgi finance paper* 94/2005, agosto 2005, disponible en diciembre de 2005 en http://ssrn.com/abstract_id=796047. Algunos autores distinguen entre MBO y MBI (*management buy in*). En este segundo caso, el equipo de gestión que adquiere la empresa y la saca de Bolsa es un equipo externo a la empresa, esto es, no son *insiders*. La diferencia, pues, está justificada porque “*an outside management team does not have the same level of private information as the incumbent managers in MBOs, makes MBIs a completely different type of deal*” y, a los efectos de los problemas de expropiación, en particular ya que los MBI serán, normalmente, ofertas hostiles para el actual *management* de la compañía objeto de la adquisición.

(10) Aunque tampoco es una comida gratis. Un exceso de control de los accionistas sobre los ejecutivos puede provocar una cierta “*parálisis*” por parte de estos que reduce la capacidad de iniciativa de la empresa, v., BURKART/GROMB/PANUNZI, “Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm”, *Quarterly J. Econ* 112(1997) pp. 693–728, *non vidi*.

(11) Los economistas discuten acerca de qué nivel de participación en la propiedad por parte de los accionistas de control determina que prevalezca el efecto positivo –mayor control de los gestores– sobre el negativo –expropiación de los accionistas dispersos–. Para el caso español se dice que la concentración de la propiedad es beneficiosa –beneficios compartidos del control en forma de mayor control de los administradores– hasta el 35%, mientras que entre esta cifra y el 70%, el valor de la empresa disminuye conforme crece la concentración de la propiedad, lo que parece indicar que, a estos niveles, el efecto de fortificación de los gestores prevalece sobre el control sobre su conducta, de manera que los *insiders* se vuelven menos interesados en el bienestar de los demás accionistas. Por último, los intereses de *insiders* y accionistas dispersos vuelven a estar alineados cuando un accionista o grupo de accionistas controla más del 70%.

Estos autores concluyen que, en España, se necesita más de un 35% del capital para no temer ser desplazado del control por terceros, mientras que en otros países esta cifra parece ser mucho más baja (entre el 11% y el 25% para Gran Bretaña, y entre el 7% y 38% para EE.UU.) lo que indicaría que en España, en efecto, los grandes accionistas desempeñan una labor importante de control de los ejecutivos. A. DE MIGUEL/J. PINDADO/Ch. DE LA TORRE, “Ownership Structure and Firm Value: New Evidence from the Spanish Corporate Governance System”, 2002.

mercado de capitales más desarrollado del mundo, han desaparecido estos mecanismos (12). No parece probable que asistamos a un fallo masivo de mercado que obligue a la intervención del Estado para prohibir cualquier mecanismo que altere la proporcionalidad entre participación en el capital y derecho de voto. Es más, seguramente, tal intervención no resolvería ningún problema. Simplemente *distorsionaría* las decisiones de los operadores. En efecto, ninguna medida prohibitiva de cualquier mecanismo que altere la proporcionalidad entre participación en el capital y derecho de voto puede impedir las pirámides (A ostenta el 51% de B, que ostenta el 51% de C, que ostenta el 51% de D, que ostenta el 51% de E que es la sociedad cotizada) de manera que el control se conservaría a través de este tipo de medidas.

En particular, parece que la inclusión de cláusulas que alteran la proporcionalidad entre voto y participación en el capital (acciones de voto plural o privilegiado que quedan en manos de los *insiders*) será eficiente o no en función de la *reputación del management* y de que éste pretenda llevar a cabo proyectos a largo plazo que, aún siendo más rentables, puedan perjudicar los resultados a corto plazo que son los que perciben los inversores y que podrían dar lugar a la aparición de la OPA hostil. Seguros de que no serán desplazados, los *managers* reputados pueden dedicarse a la ejecución del proyecto a largo plazo y el valor de las acciones no se resiente. Si los *managers* carecen de reputación, la inclusión de acciones de voto plural y las restantes medidas anti-OPA perjudican el valor de las acciones (13). Por tanto, la proporcionalidad absoluta entre derechos de voto y participación en el capital es la regla óptima sólo en los supuestos de información simétrica entre *managers* e inversores dispersos porque minimiza las posibilidades de que una OPA hostil que aumente el valor de las acciones no pueda llegar a consumarse y, con ello, reduce las posibilidades de los *insiders* de obtener beneficios privados del control (14). Este análisis conduce a propuestas de una actitud legislativa más abierta res-

pecto a la inclusión de este tipo de cláusulas anti-OPA en los estatutos de sociedades cotizadas y la utilización de medidas como la *break-through rule* que, en definitiva, no hacen sino eliminar los privilegios de voto en el caso de que el oferente se haga con un porcentaje muy elevado del capital social.

Además, los administradores pueden actuar *como agentes de los accionistas* para negociar con el oferente y obtener el mayor precio posible por las acciones pero para que puedan ejercer tal función, el oferente ha de *estar obligado* a negociar con los administradores, por lo que las medidas de blindaje aseguran que dicha negociación existirá y, por tanto, aumentan las posibilidades de que el precio sea mayor permitiendo que los accionistas de la sociedad *target* se lleven una parte más grande de las sinergias de la integración (15). El argumento es más concreto. Se afirma que la existencia de medidas defensivas da poder de negociación a los administradores cuando un potencial adquirente se aproxima a los administradores con la intención de conseguir la fusión. En tal caso, el oferente puede *amenazar* a los administradores con lanzar una OPA hostil si no se pliegan a aceptar las condiciones para la fusión que el oferente ha planteado.

Por otra parte, los estudios más recientes sobre las OPAs hostiles parecen relacionar más la probabilidad de que

una sociedad sea objeto de una OPA con el tamaño (las grandes compran a las pequeñas) que con la eficiencia en la gestión por parte de los administradores (16) por lo que permitir a las sociedades la adopción de medidas defensivas pueden evitar ofertas que no sirven –como parte del mercado de control societario– para resolver los problemas de incompetencia de los gestores de sociedades cotizadas o errores estratégicos en la gestión.

6. Conclusión intermedia

En definitiva, y como se ha puesto de manifiesto en algún tratamiento doméstico de la cuestión, hacer menos vulnerables las empresas cotizadas tiene *costes* –el descuento del valor de la prima de control esperada ocasionado por la menor probabilidad de recibir una OPA y el agravamiento del conflicto de agencia derivado de la menor disciplina que ejerce sobre los *managers* el mercado del control– pero tiene *beneficios* en términos de capacidad de negociación de los accionistas y de capacidad de planificación de la empresa: centralizar en los *insiders* la negociación con el oferente (lo que puede aprovechar a los accionistas procurándoles un mejor precio; bloqueando ofertas coercitivas, que abundan especialmente en un sistema de OPAs parciales; y minimizando el problema de las OPAs oportunistas, formuladas

(12) La Comisión Europea ha renunciado a imponer el principio de proporcionalidad en toda Europa tras un estudio amplio de la cuestión. Según el Comisario de Mercado Interior: *"The study found that there is no economic evidence of a causal link between deviations from the so-called 'proportionality principle' and the economic performance of companies... My conclusion is that there is no need for action at EU level on this issue"*, (Declaraciones de 4 de octubre de 2007) <http://www.euractiv.com/en/innovation/commission-gives-share-vote-reform/article-167354>

(13) CHEMMANUR/JIAO, *Dual Class IPOs*, pp. 6–8.

(14) *Ibidem*, p. 45. Por el contrario, *"firms undergoing dual class recapitalizations are those which have performed well in the recent past and in which incumbent managements have maintained a high reputation, so that they are confident of raising new equity capital even with a dual class share structure without excessive dilution in insiders' cash flow holdings"*, p. 46. *"firms which undergo drastic changes in the product market (such as entry into a dramatically new market place, rapid technological change in the existing product market requiring the firm to make risky long-term investments with no guarantees of high short-term returns) may also undergo recapitalization to provide management with some degree of insulation from the takeover market while they make these long-term investments"*.

(15) No se escapa que el mayor precio puede lograrse sólo a costa de una menor probabilidad de que se presente una OPA y que algunos estudios parecen indicar que no se obtiene una remuneración mayor y que *"the bargaining power hypothesis only applies unambiguously to negotiations in which there is a bilateral monopoly between buyer and seller, no incremental costs to making a hostile bid, symmetric information, and loyal sell-side agents. These conditions suggest that the bargaining power hypothesis is only true in a subset of all deals"*, G. SUBRAMANIAN, *"Bargaining in the Shadow of Takeover Defenses"*, *Yale Law Journal*, Vol. 113, n.º 3 (December 2003) disponible en http://ssrn.com/abstract_id=442721, en mayo de 2006.

(16) M. BURKART/F. PANUNZI, *"Takeovers"*, *ECGI Finance Working Paper* n.º 118/2006, febrero 2006, ECGI, http://ssrn.com/abstract_id=884080 visitado en marzo de 2006, pp. 4–5.

en un “valle” de la cotización) (17). Como dicen GILSON y KRAAKMAN, en relación con la legitimidad de las medidas defensivas, el debate se centra en que si los mercados de capitales no son eficientes en sentido fuerte (es decir, no incorporan toda la información disponible pública y privadamente sobre la empresa), los gestores pueden tener información privada sobre la compañía de la que carece el mercado, de manera que puede ser eficiente dar a los gestores un poder discrecional para decidir sobre la bondad de la oferta que se presenta. En el envés se encuentra el aumento de los costes de agencia que esta discrecionalidad provoca. Ahora bien, en esta tesitura, dar la voz y la decisión a los accionistas parece la solución preferible porque los administradores podrían mejorar la situación informativa del mercado revelando la información, mientras que no parece que puedan reducirse los costes de agencia dando el poder de decisión a los administradores. En general, dado el predominio de los inversores institucionales, no hay razones para pensar que cuando los accionistas deciden aceptar o rechazar una oferta estén tomando una decisión distorsionada por la presencia de asimetría informativa mientras que la posibilidad de OPAS competidoras reduce el riesgo de que se vean “coaccionados” y vendan a pesar de que la oferta no les guste (18).

Así las cosas, una decisión razonable por parte del legislador sería la de **dejar a los accionistas decidir sobre si desean que la sociedad en la que participan esté “blindada” o no frente a ofertas no concertadas con los administradores.** Al fin y al cabo, los administradores son *agentes* de los accionistas y disponen de la información y de las posibilidades para llegar a un acuerdo con el tercero que maximice el precio que recibirán los accionistas. Y los accionistas, al aprobar tales medidas, saben que se reduce la probabilidad de que se presente una OPA sobre su sociedad, por lo que pueden ponderar adecuadamente costes y beneficios de la inclusión de las medidas defensivas en los estatutos (menor probabilidad de OPA/mayor precio). Es

decir, permitir la adopción de cualquier clase de medidas defensivas preventivas y mantener la prohibición –deber de pasividad– de adoptarlas una vez que la oferta ha sido formulada.

7. Los mecanismos de blindaje en los distintos Derechos

Veremos a continuación que todos los Derechos occidentales responden a este planteamiento en mayor o menor medida. La Directiva europea lo adopta como regla general en su artículo 9 (Directiva 2004/25/EC) (19). Las sociedades pueden adoptar medidas defensivas con carácter preventivo pero también una vez que se ha producido la oferta.

En el Derecho norteamericano, las sociedades pueden incluir en sus estatutos (*charter y bylaws*) todas las medidas defensivas que deseen y la conducta de los administradores, en caso de presentación de una oferta hostil se controla –como cualquier conducta de los administradores– a través de los **deberes de diligencia y lealtad** (*fiduciary duties*) que les obligan a anteponer los intereses de los accionistas sobre los propios y maximizar el valor de la compañía. Tres extremos son relevantes en este punto:

a) En los EE.UU. las sociedades cotizadas son, en su inmensa mayoría, **socie-**

dades de capital disperso, es decir, en las que no hay accionistas de control, de manera que las compañías están controladas por los **administradores ejecutivos**.

b) El Derecho de sociedades norteamericano es **dispositivo**, es decir, las normas legales pueden ser derogadas por reglas estatutarias con carácter general

c) Los administradores tienen competencias que en Europa corresponden, típicamente y de forma inderogable, a la Junta de accionistas.

El Derecho europeo es, en esta materia, casi **simétrico** del Derecho norteamericano (20): las sociedades anónimas cotizadas tienen muy limitadas las posibilidades de adoptar medidas defensivas y

a) En Europa, **las sociedades cotizadas de capital concentrado** son muy frecuentes, de manera que el control de las compañías se ejerce a través de una **participación mayoritaria** en el capital social o sucedáneos de ésta.

b) El Derecho de sociedades es imperativo, al menos en lo que a las reglas que permitirían blindar a las sociedades frente a OPAs hostiles se refiere.

c) Los administradores carecen de competencias –salvo excepciones– para poner en marcha, de forma autónoma, medidas de defensa.

En los Estados Unidos, se ha generalizado la inclusión de **blindajes frente a**

(17) C. PAZ–ARES, *Expansión*, 22 de junio de 2002.

(18) GILSON/KRAAKMAN, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, disponible en junio de 2005 en <http://ssrn.com/abstract=462786>. P. RUIZ–VERDÚ, “Corporate Governance When Managers Set Their Own Pay”, febrero 2007, disponible en septiembre de 2007 en <http://ssrn.com/abstract=967621>.

Según un estudio sobre empresas de los países nórdicos “companies with several takeover protection provisions are lower valued, especially in the case of those having two classes of shares. These results suggest that neither speculators nor takeover activists find such companies interesting investment targets, thus lowering the valuation level of these companies... takeover protection provisions do not make company management less willing to improve shareholders’ wealth. Our findings even indicate an opposite influence of these provisions. Although almost none of the provisions as such were individually important, the total amount of these provisions plays an important role. Such a result may indicate that owners while deciding on the articles of association are willing to provide company management with an environment in which the management can concentrate on generating profits instead of being under the constant threat of company takeover. Such a behavior could be rational in the long term, as indicated by our results concerning company operating performance”. PUTTONEN, V/ IKAHEIMO, S/RATILAINEN, T. “External Corporate Governance and Performance—Evidence from the Nordic Countries”, enero 2007, disponible en <http://ssrn.com/abstract=960431>. A–KACPERCZYK, “With Greater Power Comes Greater Responsibility? Antitakeover Protection and Stakeholder Welfare”, septiembre 2007, disponible en <http://ssrn.com/abstract=1016466>.

(19) V., el art. 28 RD OPAS.

(20) Por “Derecho europeo” entendemos el que se deriva de las Directivas comunitarias en materia de sociedades –singularmente la 2ª que se ocupa del capital social– y el Derecho de los países continentales (Alemania, Italia y España). El caso del Derecho inglés es muy especial.

OPAs hostiles en forma de una combinación de “*píldoras envenenadas*” (*poison pills*) y “*consejos de renovación escalonada*” (*staggered boards*). La píldora envenenada consiste en un derecho de adquisición de acciones a un precio muy inferior a su valor real que está “*durmiendo*” junto a la acción y que se activa y puede enajenarse de forma independiente respecto de la acción cuando se presenta una OPA declarada hostil por el Consejo de Administración. Pero el derecho no se atribuye a las acciones poseídas por el oferente hostil (normalmente poseedor –en el momento de lanzar la OPA– de una participación significativa en el capital social) de manera que su participación se diluye en beneficio de los demás accionistas ya que éstos ven aumentada su participación proporcional en el capital social –si ejercen los derechos de suscripción incorporados a sus acciones– a un precio muy inferior al valor real, por lo que el efecto de la “*píldora*” es que la parte de las reservas que “*pertenece*” al adquirente hostil pasa a los demás accionistas, a los que tendrá que volver a pagar por dicha reserva si quiere hacerse con el control de la sociedad (21). Normalmente, los administradores pueden poner en marcha la “*píldora venenosa*” sin necesidad de consultar a los accionistas (22) y sólo los administradores pueden “*rescatar*” la píldora, es decir, dejar sin valor los derechos atribuidos a los accionistas mediante su rescate al precio al que se atribuyeron. Por tanto, si el oferente pudiera destituir a los administradores y sustituirlos por otros afines a él, la eficacia de la píldora como medida defensiva sería limitada, pero los administradores establecen, además, la **renovación del consejo de administración escalonadamente** (p.ej., un tercio cada año) de manera que, aún obteniendo la representación de la mayoría de los accionistas, el oferente necesitaría dos o tres años (dos o tres juntas) para destituir/sustituir a la mayoría del Consejo.

Además, muchas sociedades incluyen en sus estatutos **acciones privilegiadas o de voto múltiple** (que quedan en manos de los accionistas de control/administradores) **cuando van a salir a**

Bolsa (23) lo que les permite retener el control –y blindarse frente a OPAs hostiles– aunque **conserven sólo una pequeña proporción del capital social**. Este es un hecho muy relevante porque los mercados “*precian*” las cláusulas estatutarias de las sociedades que salen a Bolsa, de forma que cabe suponer que los estatutos de una sociedad que sale a cotizar son eficientes, en el sentido de que maximizan el valor. Si los inversores consideran que contienen reglas ineficientes, estarán dispuestos a pagar *menos* por las acciones que se les ofrecen y, de hecho, los estudios empíricos indican que es así. Por tanto, si los que sacan la sociedad a bolsa incluyen cláusulas de blindaje, a sabiendas de que reducirán el tipo de emisión, es porque el blindaje “*vale más*” que el menor precio que se obtiene por las acciones. O bien, que su inclusión en los estatutos no reduce el valor de la compañía porque la repu-

tación de los *managers* permite a los inversores comprender que la garantía de continuidad del *management* permitirá la ejecución de proyectos a largo plazo rentables (24).

La cláusula de cierre del sistema norteamericano es el control de la conducta de los administradores por parte de los **tribunales de justicia**. Corresponde a éstos asegurarse de que los administradores actuarán en interés de los accionistas cuando desarrollan toda la estrategia de blindaje verificando que su conducta es conforme con su **deber de lealtad** (25).

En Europa, las sociedades no disponen de los mecanismos que hemos descrito para el Derecho norteamericano: **la igualdad de trato de los accionistas** en lo que al capital se refiere es una exigencia de la 2ª Directiva (26) (Artículo 42: en lo que se refiere al capital social “*las legislaciones de los Estados*

- (21) En el caso *Oracle/Peoplesoft*, si Oracle “*superaba la cifra del 20 % del capital de Peoplesoft (el llamado trigger event) todos los accionistas de Peoplesoft excepto Oracle podían comprar acciones de Peoplesoft por valor de \$380 (calculado de acuerdo con la cotización media de Peoplesoft en los 30 días anteriores al trigger event) por cada acción de Peoplesoft que ostentaran con anterioridad. Es bien sabido en la literatura jurídico-societaria que nunca un oferente ha osado poner en marcha una poison pill de forma deliberada*”.
- (22) Porque, formalmente, la “*píldora*” es un dividendo en especie –en forma de warrants que dan derecho a comprar acciones y, en el Derecho norteamericano, los administradores tienen la competencia exclusiva en material de reparto de dividendos lo que permite adoptar una decisión de “*emitir la píldora*” en cuestión de horas, SUBRAMANIAM, *Bargaining* p. 4.
- (23) Para lo que sigue v., CHEMMANUR/Th. J./JIAO, Y. “*Dual Class IPOs, Share Recapitalizations, and Unifications: A Theoretical Analysis*”, junio 2006. ECGI-Finance Working Paper nº. 129/2006, disponible en septiembre de 2006 en SSRN: <http://ssrn.com/abstract=925236>.
- (24) Según señalan CHEMMANUR/JIAO, *Dual Class IPOs*, “*In a study of dual class IPOs, Bohmer, Sanger, and Varshney (1996) document that firms going public with a dual class share structure outperform their matched single class counterparts in terms of stock market returns as well as accounting measures of firm performance. Similarly, in a study of firms undergoing dual class share recapitalizations (changing from a single class share structure to a dual class share structure), Dimitrov and Jain (2001) find that such firms exhibit long-term positive abnormal stock returns over the four years after the recapitalization, and also superior operating performance in these years. They conclude that, on average, dual class recapitalizations are shareholder value-enhancing decisions*”. Este segundo estudio es más significativo porque se refiere a *modificaciones estatutarias o ampliaciones de capital*, y no a decisiones iniciales de configuración estatutaria cuando la sociedad sale a Bolsa. Respecto de aquellas, si el *management* tiene reputación, la propuesta de creación de acciones privilegiadas va acompañada de un aumento del valor de las acciones V., p. 46, nota 34 y p 47: “*the existing empirical evidence on dual class recapitalizations is mixed: while Partch (1987) and Millon-Cornett and Vetsuypens (1989) found a positive effect of recapitalization announcements on shareholder wealth, Jarrell and Poulsen (1988) found a negative effect. More recently, Dimitrov and Jain (2001) found a positive long-term abnormal stock return and improvements in operating performance for firms announcing dual class recapitalizations: they conclude that recapitalizations are shareholder value enhancing... our analysis indicates that, depending on incumbent management reputation, dual class recapitalizations can be either value enhancing or value destroying*”.
- (25) R. B. THOMPSON “*Takeover Regulation After the «Convergente» of Corporate Law*”, University of Sydney Law Journal (2002), disponible en noviembre de 2007 en <http://ssrn.com/abstract=362880>: la litigación sobre los deberes de lealtad de los administradores se ha convertido, en los EE.UU. en el mecanismo de control del poder de los administradores más visible hasta el punto de que en esta función, los tribunales juegan un papel más decisivo que las constricciones de mercado o los contratos entre administradores y la sociedad y lo hacen a través de la concreción de los deberes fiduciarios de los administradores protegiendo el derecho de los accionistas a vender *colectivamente* sus acciones.
- (26) Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados Miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al mantenimiento y modificaciones de su capital. El artículo 203 del *California Corporations Code* establece el principio de igualdad de trato entre accionistas –salvo que los Estatutos dispongan otra cosa– y, por esta razón, la doctrina tiende a considerar que la *poison pill* no es lícita según el Derecho de California. SUBRAMANIAN, *Bargaining* p. 7.

miembros garantizarán un trato igual de los accionistas que se encuentren en condiciones idénticas”) por lo que no es posible incluir *poison pills* que fundan su eficacia anti-OPA, precisamente, en su carácter *discriminatorio* en materia de derecho de suscripción preferente en los aumentos de capital (27). Pero, además, *los administradores* de sociedades en Europa no disponen, ni de lejos, de las facultades que les atribuye el Derecho norteamericano (28). Por otra parte, *el Derecho español de sociedades anónimas* contiene normas que impedirían incluso a los accionistas, adoptar medidas semejantes a las usuales en EEUU (29).

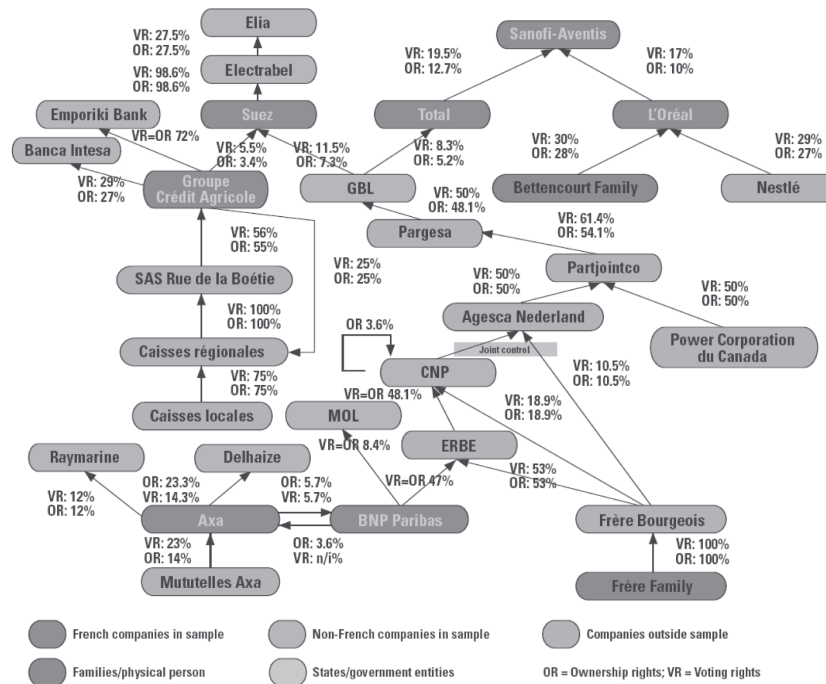
¿Cómo se blindan las sociedades de capital disperso en Europa o, lo que es lo mismo, ¿cómo separan los *derechos de control* de los *derechos sobre los rendimientos sociales*? Fundamentalmente a través de *pirámides, participaciones recíprocas y acciones privilegiadas en materia de voto* (30). Las *pirámides* consisten en conservar la mayoría en la sociedad cotizada a través de sociedades interpuestas de las que se ostenta la mayoría (p.ej., A tiene el 51% de B; B tiene el 51% de C; C tiene el 51% de D..... hasta F que es la sociedad cotizada. El socio mayoritario de A controla F aunque su participación efectiva en el capital de F sea sólo de un 1,7%. Las participaciones cruzadas se diferencian de las pirámides en que los derechos de voto que permiten el control de un grupo se distribuyen entre las compañías que forman el grupo en lugar de estar concentrados en una sola compañía o accionista (en el ejemplo anterior, en E). El caso más espectacular de *control a través de acciones privilegiadas* es el que utilizan las empresas holandesas que emiten *acciones* –llamadas– *prioritarias* (31). Son estas, acciones que otorgan a su titular derechos de influencia en las decisiones societarias de carácter especial. Por ejemplo, atribuyen derechos de voto múltiples en relación con las ordinarias (llegando a alcanzar el 50% de los derechos de voto totales) o el derecho a designar a uno o varios de los consejeros ejecutivos en el con-

sejo de administración o un derecho a vetar la modificación de determinadas cláusulas de los estatutos (32). Lo que convierte a estas acciones en una medida anti-OPA completamente insuperable es que su titularidad corresponde a una *Fundación* controlada, a su vez, por los *propios administradores ejecutivos*. Además, disponen de *acciones preferentes* que

se emiten en caso de amenaza de OPA hostil y que se entregan a personas próximas a los administradores. La situación es tal que algunos autores afirman que en Holanda, *“shareholders are treated much like perpetual creditors, where they are offered regular dividends but otherwise have little claim over residual cash flows”* (33).

- (27) V., J.N. GORDON, “An American Perspective on the New German Anti-takeover Law” *Die Aktiengesellschaft*, 2002 disponible en noviembre de 2007 en <http://ssrn.com/abstract=336420>. “To give an example based on the standard US pill: assume the target has 100 shares of stock outstanding. Then if a bidder were to acquire more than 15 shares, the remaining shareholders would have the right to acquire (from a stock issuance by the target) an additional 85 shares at a price equal to 50 percent of the bidder’s per share acquisition price. In other words, the flip-in pill operates through a discriminatory issuance of cheap shares that would drastically dilute the hostile bidder’s stake. This is such a potent weapon that no poison pill has ever been triggered”.
- (28) Como dice un comentarista, en los EE.UU, “the role for shareholders is limited. They really only do three things —vote, sell or sue—and each of those is done within a very limited range” THOMPSON, *Takeover Regulation*, texto sobre nota 29.
- (29) Lo que se acaba de exponer no significa que no sea posible idear cláusulas estatutarias que respeten el principio de igualdad de trato. Así, puede atribuirse un derecho a *todas las acciones* de la sociedad cuya efectividad se condicione a que se lance una OPA hostil sobre la sociedad y que se extinga si las acciones se transmiten a un tercero como aceptación de la oferta, pero el análisis de tales posibilidades –limitadas– es objeto de otra nota.
- (30) En general, v., L. BEBCHUK/R. KRAAKMAN/G. TRIANTIS, “Stock Pyramids, Cross-Ownership and Dual Class Equity: The Mechanisms and Agency Costs of Separating Control From Cash-Flow Rights” en R. MORCK (ed) *Concentrated Corporate Ownership*, 2000, pp. 445-460; disponible en mayo de 2006 en <http://papers.ssrn.com/abstract=147590> y el *Report on the Proportionality Principle in the European Union* encargado por la Comisión Europea a *ECGI/Shearman & Sterling/Institutional Shareholder Services*, disponible en junio de 2007 en http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm, donde se exponen de forma detallada los distintos tipos de acciones privilegiadas y su legalidad y uso en los distintos países europeos, incluyendo un análisis, país por país de 19 Derechos europeos.
- (31) Al margen de que en este especial sistema del Derecho holandés, la posición de los administradores es bastante semejante a la de los administradores norteamericano en su capacidad de control de las decisiones sociales, las sociedades cotizadas holandesas utilizan la emisión de ADR –certificados de acciones– en lugar de acciones. Los certificados atribuyen los derechos económicos y las acciones están en manos de una fundación. El derecho de voto lo ejerce la fundación que lo hace teniendo en cuenta tanto los intereses de la compañía como los del titular del certificado, es decir, sin someterse a las instrucciones del tenedor del ADR. Sobre estas cuestiones v., DE JONG, A/MERTENS, G/ ROOSENBOOM, P. “Shareholders Voting at General Meetings: Evidence from the Netherlands” junio 2004, disponible en mayo de 2006 en <http://ssrn.com/abstract=594974>; una descripción más amplia, puede verse en CHIRINKO, R/ VAN EES, H/ GARRETTSEN, H/ STERKEN, E, “Investor Protections and Concentrated Ownership: Assessing Corporate Control Mechanisms in The Netherlands” *Working Paper No. 864*, disponible en mayo de 2006 en http://www.cesifogroup.de/pls/guestci/download/CESifo%20Working%20Papers%202003/CESifo%20Working%20Papers%20February%202003%20/cesifo_wp864.pdf; Y en otro trabajo reciente sobre la cuestión, se resume la situación en Holanda diciendo que, en Holanda, “most publicly listed firms impose particularly severe restrictions on shareholder control. Once Dutch firms reach a certain size, they are legally obliged to adopt an institutional form known as the structured regime, which automatically strips shareholders from most of their rights. In addition, not only do most firms adopt poison pills and golden shares (in the form of preference and priority shares), but some also withdraw voting shares and issue tradable non-voting depository receipts (certificates). The occurrence of the structured regime and the three antishareholder devices is extremely common; more than 90% of Dutch listed firms restrict shareholder power one way or another, and over two thirds have at least two shareholder power restrictions in place”, concluyendo que las acciones prioritarias relajan la política de dividendos, diluyen el poder de voto y el derecho a los rendimientos sociales de los accionistas en beneficio de terceros próximos al *management*. L. RENNEBOOG/P.G. SZILAGYI, “How Relevant is Dividend Policy Under Low Shareholder Protection?”, agosto 2006, *ECGI, Finance Working Paper n.º. 128/2006*, disponible en septiembre de 2006 en <http://ssrn.com/abstract=925190>.
- (32) También hay compañías norteamericanas con esta estructura: “Ford’s Class B stock, comprising around 6% of outstanding equity, but accounting for roughly 40% of voting rights]. Coca Cola and General Motors also have dual class stock”, ARLEN, J/TALLEY, E. “Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice” (Abril 2003). Disponible en <http://ssrn.com/abstract=398600> or DOI: 10.2139/ssrn.398600, nota 61.
- (33) RENNEBOOG/P.G. SZILAGYI, *How relevant*, p. 22; En un informe de un abogado especialista se contesta a la pregunta de si conoce algún caso de toma de control hostil de una sociedad cotizada holandesa afirmando que “We are not aware of any case where an NV has been the subject of a successful hostile takeover by a Dutch or non-Dutch bidder... In addition, it is likely that a number of contemplated hostile takeover attempts have simple never materialized due to the freedom permitted, and the antitakeover measures available to, an NV’s management to fend off a hostile bid”, SNELDERS, R/DOLMANS, M. “Cross-Border Mergers in Company Law and Competition Law: Removing the Final Barriers” SEW. 9(2002), disponible en septiembre de 2006 en http://www.nver.nl/documents/rapport_sneldeers_dolmans.pdf.

Pyramid structures in France



En cuanto a las *pirámides*, su extensión entre las empresas europeas se ha reducido progresivamente. Según un informe reciente, sin embargo, las *estructuras piramidales continúan siendo la principal forma de alterar la proporcionalidad entre participación en el capital y derecho de voto* entre las sociedades europeas, el 18% de las sociedades de la muestra utilizada tienen una estructura accionarial de forma piramidal (34). La siguiente figura, sacada del Informe ISS, refleja la estructura de propiedad de algunas grandes empresas franco-belgas y las intrincadas relaciones accionariales entre todas ellas. Del mismo se deduce con claridad el empleo de alteraciones en la proporcionalidad entre participación en el capital social y derechos de voto más allá del uso de pirámides.

En otros países europeos predominan otro tipo de *privilegios* en relación con el voto que aseguran el control de los *insiders*. Desde *golden shares* que, reales o figuradas, otorgan derechos de veto al Estado o a un determinado accionista hasta límites al número de acciones que un mismo accionista puede poseer o *limitaciones al derecho de voto* que puede ejercer un accionista (35). Se entenderá que, dentro de estas medidas, las más potentes para hacer frente a una OPA hostil son las

primeras. Por ejemplo, en Francia, es lícito atribuir un *doble voto* a las acciones que están en manos de un mismo

accionista durante más de dos años, de manera que se duplican los votos de los *insiders* frente a los del que realiza una incursión en el capital con ánimo de hacerse con el control, doble voto que se pierde cuando se transmiten las acciones, lo que asemeja este mecanismo a las *poison pills* norteamericanas (36). En varios países europeos están autorizadas las cláusulas estatutarias que *limitan la participación en el capital* de una sociedad que puede tener una sola persona (37). Tales cláusulas están extendidas, por ejemplo, en el sector bancario italiano. En cuanto a las *golden shares*, siguen existiendo en varios países europeos y en relación con empresas privatizadas (Hungria, Italia, Polonia y Alemania-E.ON/Ruhr-gas...) aunque tienden a desaparecer por la presión de la Comisión Europea que ha llevado al TJCE a varios Estados por este motivo (38).

La *limitación del número máximo de votos* que puede emitir un accionista

- (34) "Pyramid structures are roughly as common among large companies (63 pyramids identified i.e. 20% of the large company sample) as among recently listed companies (20 out of 153 companies, i.e. 13% of the sample). Pyramid structures can be identified in all but three countries of the European Union (Ireland, Finland and Denmark). This structure relies on the control of companies lower down the pyramid by those higher up, with the company at the top often controlled by a founder/family member or by a governmental body. In recently listed companies, pyramidal ownership structures are often headed by insiders (founders or management) controlling the top of the pyramid", ISS, Report, p. 28.
- (35) Los datos que siguen están recogidos en el ISS, Report, pp. 30 y ss.
- (36) V., ISS, Report, p. 26 quienes señalan que el efecto de este derecho es que resulta "difficult for other shareholders to know how many votes are exercisable at any given time, since they cannot be calculated on the basis of the number of shares issued but only on the basis of the share register. This should change as a result of the implementation of the Transparency Directive, since companies must now publish each month the total number of shares and of voting rights outstanding". De una muestra analizada de 40 sociedades cotizadas francesas, 23 de ellas habían hecho uso del voto doble, lo que permite ejercer el control frente a cualquier *outsider* con un 25 % del capital. *Ibidem*, p. 44. Entre ellas, se encuentra Suez, en la cual un 9,9 % de las acciones tienen voto doble o Pernod Ricard.
- (37) Estas limitaciones pueden responder a intereses generales. Por ejemplo, si la sociedad titular de la red de transporte de electricidad (*Red Eléctrica Española*) o de la red de transporte de gas (*ENAGAS*), han de mantenerse "neutrales" y prestar el servicio de forma no discriminatoria a todos los productores y comercializadores, la separación de la propiedad respecto de los generadores, sobre todo, resulta imprescindible. A tal efecto, se prohíbe en las leyes sectoriales que nadie ostente más de un 3% de su capital social. No son, por tanto, medidas *anti OPA*. Se trata, simplemente de que estas sociedades no estén controladas por nadie.
- (38) Una de las últimas decisiones del TJCE al respecto, es la Sentencia de 28-09-2006 por la que se condena a Holanda por infracción del Tratado -libre circulación de capitales- por reservarse un derecho de veto en determinadas decisiones de las sociedades KPN y TPG, el antiguo monopolio postal (*Asuntos acumulados C-282/04 y C-283/04 Comisión contra Holanda*) convertido en una sociedad telefónica y una empresa de servicios postales. El TJCE ha considerado que no había razones de interés general (garantía del servicio universal es lo que había alegado Holanda) que pudieran justificar la limitación a la libertad de establecimiento. El caso tiene un especial interés porque el Estado holandés se había reservado un derecho de ratificación de un elevado número de decisiones de los órganos sociales de ambas sociedades lo que incluía, la emisión de acciones; la eliminación de las *priority shares*; la adquisición o venta de más de un 1% del capital; la eliminación de la *golden share*, las decisiones de fusión, escisión o disolución; adquisición de acciones propias en determinado volumen, distribución de dividendos; modificación del objeto social; creación de acciones privilegiadas y, en general, cualquier modificación estatutaria perjudicial o contraria a los derechos correspondientes a la *golden share*. Y, mediante un acuerdo con KPN y TPG, el Estado se había comprometido "to use the special share in KPN only if its interests as a major shareholder so required and, secondly, to use its special share in TPG only in the same circumstances or if protection of the general interest in the guarantee of universal postal service so required. The State also undertook not to use its rights derived from those special shares to shield the companies concerned against hostile takeover bids". El tribunal examinó si existía armonización comunitaria en relación con la garantía del servicio universal

es la segunda medida anti-OPA por su frecuencia en Europa. Según el informe de Deminor (2005), realizado sobre las primeras 300 FTSE-Eurofirst, la limitación el número de votos aparece segunda entre las medidas para alterar la proporcionalidad tras las acciones de voto múltiple. Según el Informe ISS de 2007, es la forma de alterar la proporcionalidad entre derecho de voto y participación en el capital social **más frecuente** en España, pero también es muy frecuente en Francia (39). Así, por ejemplo, *Total* tiene en sus estatutos un límite del 10% que sólo se suprime si se adquiere más del 66,6% de los derechos de voto. El efecto anti-OPA se refuerza al combinarse con el derecho al voto doble al que nos hemos referido anteriormente, ya que algunas compañías doblan la limitación (en el caso de *Total* del 10 al 20%) en el caso de accionistas que tengan acciones con voto doble, es decir, protegen a su **núcleo duro** de accionistas aplicándoles un límite más elevado que a cualquier *outsider*. Las limitaciones al derecho de voto oscilan, en general, entre el 0,07 y el 20% y están ampliamente extendidas en toda Europa. En el caso de Dinamarca, 2 sociedades cotizadas (de una muestra de 20) las incluyen (7,5% del capital y 0,07%). En Estonia, la cuestión carece de interés porque prácticamente la totalidad de las sociedades cotizadas están controladas por un accionista o por un grupo de accionistas que tienen un acuerdo entre ellos; en Finlandia, abundan las acciones de voto plural por lo que las limitaciones al número de voto no son necesarias (40), lo que confirmaría que las empresas recurren a limitar el número de votos que un accionista puede emitir en las sociedades de capital disperso. En el caso de *Alemania*, está prohibido limitar los derechos de voto y quedaba la *Ley Volkswagen* que limitaba el voto en esta compañía al 20% y que ha sido declarada contraria al Tratado de las Comunidades Europeas por el Tribunal de Justicia (STJCE 23-10-2007); en *Italia*, las pirámides siguen siendo la forma prevalente de incrementar el control por encima del volumen de derecho de voto, pero también hay sociedades cotizadas con limitaciones a los votos que puede emitir

un accionista, por ejemplo, *Snam Rete Gas* (15%), o *Unicredito* (5%).

En cuanto a las limitaciones al derecho de voto en particular, sólo Alemania –que eliminó la norma equivalente a nuestro artículo 105 LSA recientemente– e Italia junto a Grecia y Estonia prohíben las limitaciones al derecho de voto. En Portugal también existen limitaciones al derecho de voto en los estatutos, por ejemplo, de *Portugal Telecom*; de *EDP*, de *BPI* (al 12,5%).

El informe del que hemos extraído los datos expuestos hasta aquí contiene también una encuesta realizada a inversores institucionales. La conclusión que el Informe extrae de esta encuesta es que los inversores institucionales ven con malos ojos los blindajes, especialmente, las acciones de voto privilegiado y las *golden shares*. A continuación, las limitaciones al derecho de voto y las pirámides(41), que son elementos que tienen en cuenta a la hora de decidir sobre si invierten en una compañía (42).

Debe tenerse en cuenta que los distintos mecanismos que hemos expuesto

hasta aquí no tienen la misma finalidad ni efectos. Normalmente, las pirámides, las participaciones cruzadas, las acciones con voto múltiple y las acciones prioritarias **son mecanismos que permiten a los accionistas significativos** pero no mayoritarios –porque si son mayoritarios no necesitan recurrir a ninguno de estos instrumentos para conservar el control– **mantener el control**. La imposición de límites a los derechos de voto que puede ejercer un accionista no tiene, habitualmente, esta finalidad porque se aplican igualmente a los *insiders* y, por tanto, les dificultan el control en la misma medida que a un *outsider* (43).

El caso de *Gran Bretaña* resulta excepcional ya que hay un elevado número de sociedades cotizadas con gran dispersión de la propiedad –y en esto la situación es similar a la de EE.UU.– pero no están extendidas las medidas defensivas. La explicación histórica parece deberse a que las compañías tenían una base local durante los comienzos del siglo XX y se hicieron nacionales a base de adquisiciones, adquisiciones que se llevaron a cabo

(ya que si hay armonización comunitaria, los Estados no pueden alegar razones de interés general para justificar la *golden share*). En relación con KPN –la telefónica– el Estado holandés no adujo razones de interés general, por lo que perdió automáticamente el caso ya que la carga de argumentar y probar la existencia de estas razones, en cuanto excepción al principio de libre circulación de capitales, corresponde al Estado que adopta la medida. Y en relación con TPG, el Tribunal reconoce que la garantía del servicio universal puede ser una causa que justifique una restricción de la libertades del Tratado pero, en el caso, era claramente desproporcionada. En primer lugar, porque la restricción afectaba a cualquier decisión de la empresa y “*the exercise of those special rights is not based on any precise criterion and does not have to be backed by any statement of reasons, which makes any effective judicial review impossible*”. Y no dijo nada del “*acuerdo*”. Con posterioridad, y en la STJCE 23-10-2007, el TJCE ha declarado contraria al Tratado la llamada *Ley Volkswagen* que blindaba a esta empresa frente a adquisiciones hostiles atribuyendo privilegios a la participación del Estado de Baja Sajonia en el capital de la compañía (Asunto C-112/05 Comisión CE v. República Federal de Alemania).

(39) Los autores del informe (p. 31) se preocupan de señalar, en el caso francés, que, por un lado, estos límites se añaden al doble voto al que nos hemos referido anteriormente y, por otro, “*It should be noted that voting right ceilings are not enforceable in the event of a successful takeover offer*”, lo que parece indicar que, si los *voting right ceilings* no se aplican en caso de OPA, no tendrían tal condición. Más concretamente: “*Voting right ceilings feature in four large companies but not in any of the recently listed companies. These ceilings vary from 6% in Danone to 10% in Total and Schneider Electric and 15% in Société Générale. More specifically: –Danone (Consumer Services) applies a 6% voting right ceiling expressed as a percentage of all outstanding votes; –Schneider Electric (Industrials) applies a 10% voting right ceiling expressed as a percentage of all outstanding votes. Moreover, there is an automatic cancellation of the fixed ceiling above a certain percentage of voting rights (66.7%); –Société Générale (Financials) has a 15% voting right ceiling expressed as a percentage of all outstanding votes; the fixed ceiling is automatically cancelled above a certain percentage of voting rights (50.01%); –Total (Basic Materials) applies a 10% voting right ceiling expressed as a percentage of all outstanding votes; the fixed ceiling is automatically cancelled above a certain percentage of voting rights (66.7%)*”.

(40) Pero se indica en el Informe que “*TietoEnator Oyj (Technology) applies a 20% voting right ceiling expressed as a percentage of all votes present at the general meeting. The company has no shareholders with more than 5% capital ownership*”.

(41) ISS, Report, p. 84.

(42) ISS, Report, p. 85.

(43) Las limitaciones al número de acciones que puede ostentar un accionista suelen servir, o bien, a mantener el control estatal de una empresa, porque el Estado se reserva poderes especiales, o bien a impedir que nadie pueda hacerse con el control de la empresa y, en la misma medida, mantener por inercia el control estatal que ha designado, en un primer momento, a los administradores.

a través de aumentos de capital que, a su vez, diluyeron a los propietarios. Una vez que se había producido la dispersión del capital, razones fiscales (un elevadísimo impuesto sobre la renta cuyo tipo marginal llegó al 98% entre 1974 y 1979 y un tratamiento favorable para los fondos de pensiones y las compañías de seguro) llevaron a los inversores institucionales a tener una influencia extraordinaria en la configuración de las reglas de comportamiento en los mercados de valores en relación con las ofertas lo que condujo a un diseño de éstas favorable a los inversores y muy contrario a cualquier protección de los *insiders*, influencia de la que carecieron, probablemente, en cualquier otro país y, desde luego, en los EEUU (44). Los inversores institucionales en Gran Bretaña eran un grupo suficientemente reducido y suficientemente influyente como para imponer su "sello" en el estilo de regulación y *enforcement* de las reglas sobre OPAS en ese país.

Pero al margen del caso británico, el resultado práctico es que a ambos lados del Atlántico, las empresas utilizan instrumentos diversos pero obtienen el mismo resultado. En los EE.UU., las sociedades cotizadas mantienen el capital disperso pero el *management* se asegura la estabilidad de su posición a través de medidas contractuales/estatutarias, medidas que –en gran medida– pueden adoptar autónomamente los administradores sociales (45). Es cada vez más frecuente, además, que tales medidas estén incorporadas a los estatutos cuando la sociedad sale a Bolsa lo que indica que, si los mercados son capaces de "preciar" eficientemente los estatutos de las sociedades que salen a cotizar, tales medidas de defensa no reducen el valor de las empresas. El control de los administradores es de carácter *judicial* y se articula a través de la *litigación* sobre los *deberes fiduciarios* (deber de lealtad) de los administradores frente a los accionistas lo que sirve para fiscalizar el uso que estos hacen de los mecanismos de blindaje cuando aparece una oferta hostil. En Europa, el control se

conserva a través de la *propiedad*, es decir, manteniendo concentrada ésta de modo que el *free float* es reducido o a través de estructuras contractuales que *separan el control de los derechos económicos* reteniendo los primeros en manos de los *insiders* y distribuyendo los segundos entre el público. Parece que los que afirmaban que las OPAS hostiles constituían un elemento crítico del sistema de gobierno corporativo norteamericano se han equivocado.

8. Efectos de las distintas medidas

Al evaluar la extensión de medidas estatutarias que alteran la proporcionalidad entre derecho de voto y participación en el capital social, no tiene demasiado interés explicar el porcentaje de sociedades cotizadas que tienen tales medidas (46). Por una razón simple. La mejor medida anti-OPA es conservar la mayoría del capital social en manos de un accionista o una coalición de accionistas. Si tal es el caso, ese/esos accionistas no han de temer una OPA hostil y, por tanto, no incluirán ninguna medida que altere la proporcionalidad entre derecho de voto y participación en el capital.

Así, por ejemplo, establecer limitaciones al número de votos que puede emitir un solo accionista no es una medida *anti-OPA* muy extendida (las más usadas son las pirámides y las acciones de voto plural) y se usa sólo en el 11% de las empresas examinadas en la muestra, lo que indica, probablemente que es una medida que emplean las sociedades de capital disperso, que no son tan frecuentes en los mercados europeos (47). Curiosamente también, en el caso español, la medida anti-OPA más frecuente es la limitación del derecho de voto y no la pirámide (48) lo que podría analizarse en términos de eficiencia, esto es, es probable que las pirámides generen mayores costes de agencia entre accionistas de control y accionistas dispersos que las limitaciones al derecho de voto.

Al respecto cabe afirmar que si los que sacan su compañía a Bolsa pudieran asegurarse el control sin necesidad de conservar la mayoría del capital, habría más sociedades de capital disperso con las ventajas asociadas a tal forma de organización de la financiación de las empresas (la dispersión de la propiedad de las empresas facilita la financiación empresarial especialmente a través del *venture capital*, permite a los "emprendedores" diversificar sus riesgos; reduce la aversión al riesgo en la gestión de las empresas y, en

(44) V., J. FRANKS/C. MAYER/S. ROSSI, "The Origination and Evolution of Ownership and Control" *finance working paper ECGI*, enero 2003, disponible en septiembre de 2007 en <http://ssrn.com/abstract=354381>; v., también, J. ARMOUR/D. A. SKEEL jr. "Who Writes the Rules for Hostile Takeovers and Why?—The Peculiar Divergence of US and UK Takeover Regulation" *CBR—Cambridge working paper*, nº 331 septiembre 2006, disponible en septiembre de 2007 en <http://ssrn.com/abstract=928928>, pp. 35 y ss. especialmente donde se narran los primeros casos de OPAS hostiles en Gran Bretaña en los años 50 del pasado siglo. Curiosamente, casi todos los casos que se narran son casos de OPAS competidoras. Es posible que la existencia de competencia entre oferentes tuviera un efecto protector de los accionistas que no hubiera existido si el enfrentamiento se hubiera limitado a tener lugar entre el oferente y los administradores. El contenido principal de la regulación puesta en marcha fue el establecimiento del *deber de pasividad* de los administradores, precisamente porque los mayores escándalos se habían referido a la emisión de nuevas acciones por parte de los administradores o, en general, a comportamientos de éstos que favorecían a una de las partes enfrentadas por el control. Lo que resulta espectacular es que en el primer año de funcionamiento del *City Panel*, la autoridad encargada de aplicar las reglas sobre OPAS establecidas en 1968, tuvo que enfrentarse a ¡575 casos! no funcionó y fue reformado dotándosele de una organización eficaz y poderes contundentes. Por ejemplo, "the stock Exchange had the power to censure, suspend or expel a company from the Official List, and the Board of Trade had similar authority over licensed share dealers" (es decir, poderes semejantes a los que hoy tienen las agencias reguladoras de los mercados). El otro gran contenido —la OPA obligatoria— se instauró en 1971 y fue también consecuencia de las opas competidoras sobre *Venesta International*.

(45) Hasta el punto, que puede decirse, que desde principios de los 90 no hay OPAS hostiles en número significativo en los EE.UU. por el efecto conjunto de algunas decisiones de los Tribunales de Delaware —que legitimaron las defensas antiopa— y las normas de los Estados que introducían medidas legales anti-OPA, v., más indicaciones GORDON, *An American*.

(46) V., no obstante, el *Informe ISS*, citado, p. 24; por tanto es muy importante saber cuál es la estructura de propiedad de las sociedades utilizadas en la muestra.

(47) V., *ISS Report*, p. 25.

(48) V., *ISS Report*, p. 26.

general, el coste del capital) (49) y las empresas europeas dejarían de utilizar los sistemas de blindaje expuestos que parecen más ineficientes por generar costes de agencia entre socios de control y socios disperso (50).

Lo que los estudios indican es que los rendimientos que obtienen de su inversión los accionistas dispersos no son inferiores en las empresas en las que los que las controlan lo hacen a través de pirámides o a través de emisión de acciones sin voto con gran separación entre control y derecho sobre los flujos de caja por parte de una familia o del Estado. Tales datos indican que la rentabilidad de tales acciones no se ve afectada por la existencia de estas medidas defensivas porque los accionistas, que se comportan racionalmente, descuentan tal riesgo del precio al que están dispuestos a comprar las acciones y este descuento es suficiente para compensar las pérdidas esperadas por la expropiación. El estudio concluye que *"tales resultados tienen importantes implicaciones de política legislativa porque indican que las únicas medidas que de verdad importan consisten en obligar a hacer pública la propiedad y las estructuras de gobierno de las sociedades si se quiere proteger a los inversores, mientras que normas legales que restrinjan la libertad de las empresas para elegir el tipo de estructura que desean (pirámides o emisión de acciones sin voto) son, en el mejor de los casos, inútiles"* (51).

Además, dejarían de utilizarse igualmente un cierto tipo de medidas anti-OPA que parecen especialmente ineficientes. Entre las innumerables clasificaciones de las medidas anti-OPA se distingue entre *medidas cuyo único propósito* es la defensa anti-OPA (y que pueden adoptarse antes de que se presente la oferta o después) y las *medidas empresariales que tienen efectos defensivos (embedded defensas)* (52). Son del primer tipo las que no tienen otro objeto que dificultar el acceso al control a un oferente hostil (limitación de sus derechos de voto, reducciones del capital, píldoras envenenadas). Son del segundo tipo las que tienen *carácter empresarial* pero finalidad defensiva (fusiones, adquisiciones,

enajenación de activos, cláusulas de cambio de control, etc.).

Pues bien, *ceteris paribus*, las primeras son preferibles, ya que evitan la adopción de medidas que pueden carecer de sentido empresarial y que se realizan únicamente por el efecto colateral defensivo que poseen (53).

Por último, debe destacarse que en la versión definitiva del Informe del Grupo especial de trabajo sobre Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas publicado el 19 de mayo de 2006 y en relación con las limitaciones estatutarias que puedan servir de defensa frente a operaciones de adquisición hostiles se recomienda su supresión pero se admite que *"tales medidas pueden estar justificadas en casos excepcionales particularmente cuando se establezcan en el momento de salida a Bolsa*

–pues serán descontadas en el precio de cotización– o hubieran sido aprobadas más tarde por un porcentaje muy elevado de accionistas lo que podría ser indicio de que se han adoptado por razones de eficiencia (p.ej., para proteger inversiones específicas o incrementar el poder de negociación del conjunto de accionistas en caso de ofertas no pactadas" (Explicación a Recomendación 1)

9. Las restricciones legales a la adopción de medidas defensivas por los accionistas en el Derecho español

Sobre estas bases, cabría plantearse si merecería la pena ampliar la libertad de configuración estatutaria de

- (49) V., N. L. GEORGAKOPOULOS "Corporate Defense Law for Dispersed Ownership", working paper, 2000 disponible en noviembre de 2007 en <http://ssrn.com/abstract=246326>; según un estudio realizado en el *Neue Markt* alemán, los empresarios que deciden salir a Bolsa ponen en venta sólo una parte reducida del capital social, es decir, *mantienen el control a través de la conservación de la mayoría del capital en sus manos*. "It is remarkable that even after going public the controlling shareholder of the average company on *Neuer Markt* keeps the majority of voting equity and thus tight control over the firm's assets. The dispersion of ownership through flotation does lead in only 5.6 percent of all IPOs to the formation of a widely held company... in only 6.3 percent of all IPOs the former owners chose to float more than 50 percent of the company's voting equity...". Es cierto que un potencial adquirente hostil podría negociar con el emprendedor y sus socios y adquirir de éstos, paquetes accionariales que, junto a lo adquirido a los accionistas dispersos le pudiera dar el control, pero la probabilidad es reducida. El estudio pone de manifiesto que, en otros mercados semejantes al *Neuer Markt* (segmento de empresas tecnológicas y de menor tamaño), "controlling shareholders also kept a substantial part of voting equity even after flotation – about 48 percent in the typical company. However, the proportion of widely held shares is clearly higher with about 44 percent on average. In 37.5 percent of the cases more than 50 percent of voting equity was sold in the IPO", lo que confirmaría el argumento expuesto en el texto, en el sentido de que *la falta de protección frente a OPAS hostiles reduce la dispersión del capital en las sociedades cotizadas*. C. FISCHER, "Why Do Companies Go Public? Empirical Evidence from Germany's *Neuer Markt*", mayo 2000, disponible en mayo de 2006 en ssrn.com/abstract=229529. Los resultados de este estudio confirman otros anteriores referidos a Italia.
- (50) V., P. HÖGTFELDT/H. MARTIN, "A Law and Finance Analysis of Initial Public Offerings", noviembre 2003, disponible en mayo de 2006 en <http://ssrn.com/abstract=236042>; si no se permiten las estrategias de separación de derechos control y rendimientos económicos el volumen de salidas a Bolsa en Europa hubiera sido inferior. Estos autores estudian el caso sueco y afirman que "almost 90% of privately controlled IPO firms use dual-class shares and issue only low-voting B shares. Most often does the controlling owner keep all high voting A-shares, does not sell any of his shares at the IPO, and controls on average (median) 68.5% (77%) of the votes after the IPO"; v., también C. KIRCHNER/ R. W. PAINTER, "Towards a European Modified Business Judgment Rule for Takeover Law", EBOR 2000, disponible el resumen en <http://ssrn.com/abstract=247214> texto sobre nota 22: las empresas alemanas recurren a los mecanismos descritos en el texto para protegerse frente a OPAS hostiles.
- (51) El estudio utiliza como criterio para indicar incentivos elevados para expropiar el hecho de que exista una gran diferencia entre derechos de voto y derechos sobre los rendimientos sociales porque los *insiders* dispongan de acciones de voto múltiple o las acciones en manos del público sean, en medida importante, acciones sin voto. R. BARONTINI/G. SICILIANO "Equity Prices and the Risk of Expropriation: An Analysis of the Italian Stock Market", ECGI Finance Working Paper, septiembre 2003, disponible en mayo de 2006 en http://ssrn.com/abstract_id=443220.
- (52) ARLEN, J/TALLEY, E., "Unregulable Defenses and the Perils of Shareholder Choice" (Abril 2003) disponible: <http://ssrn.com/abstract=398600> o DOI: 10.2139/ssrn.398600.
- (53) Como señala Gordon, *An american...* Los *managers* europeos, que no pueden usar la *píldora envenenada*, pueden verse tentados a utilizar medidas defensivas que destruyen valor o que distorsionan la lógica económica en el comportamiento de la empresa y pone como ejemplos "la venta de activos que el oferente podría valorar especialmente –las joyas de la corona–; incrementar el endeudamiento para hacer la empresa objetivo menos deseable... prometer elevados pagos de una sola vez a los empleados en el caso de que no se produzca el cambio de control, estrategias exóticas como la *contraOPA* sobre el oferente –pac man –...". Estas estrategias defensivas son irreversibles y contrarias al interés social en maximizar el valor de la empresa, por lo que su legitimidad es más que discutible.

las sociedades cotizadas españolas. Como se ha dicho, las compañías españolas lo tienen aún más difícil que sus homólogas nórdicas porque **nuestro Derecho de sociedades anónimas contiene muchas normas imperativas que limitan –no ya la libertad de los administradores– sino las posibilidades de los accionistas de blindar la sociedad frente a OPAS hostiles**. Si, como se ha expuesto, los blindajes deberían preocupar cuando son obra de la actuación autónoma de los administradores, pero no cuando lo son de los accionistas, resulta difícilmente explicable que el legislador español limite la libertad contractual–estatutaria en una forma que va mucho más allá de lo exigido por el Derecho comunitario. Es más, si los accionistas son los que mejor saben lo que les conviene, parece razonable que el legislador dé libertad a los accionistas para incluir en los estatutos o adoptar los acuerdos que tengan por conveniente en este ámbito. A la vista de cuanto se ha expuesto, se comprenderá que *para los Derechos europeos*, la vía más transitable para facilitar la adopción de defensas contra OPAS hostiles pasa por *aumentar la libertad estatutaria* de las sociedades de capital disperso permitiéndoles, si así lo consideran conveniente los accionistas, dotarse de medidas defensivas frente a OPAS no negociadas con los administradores y, en particular, a través de medidas que *separen los derechos de control respecto de los derechos a los rendimientos sociales* concentrando los primeros en aquellos accionistas que *“valoren más”* el control.

A lo anterior, ha de añadirse que, en comparación con otros Derechos europeos, el Derecho español de sociedades pone a los administradores *“a disposición”* de los accionistas en cualquier momento y minimiza los requisitos para su sustitución por lo que el daño –en forma de aumento de los costes de agencia– que puede derivarse de la existencia de defensas anti–OPA en el Derecho español es menor que en otros Derechos europeos donde la posición de los administradores es

mucho *“más segura”* en el sentido de que su destitución por los accionistas no es ni siquiera posible o cuando es posible lo es de forma muy dificultosa. En Derecho español, los administradores pueden ser destituidos en cualquier momento por acuerdo de la Junta general (art. 131 LSA). Por supuesto, no es necesario justificar en modo alguno la destitución, de manera que la duración máxima (6 años) en el cargo, en realidad, no significa nada. El acuerdo de la Junta se adopta por mayoría y, para exigir su responsabilidad, los estatutos no pueden elevar los *quórum* (art. 134.1 LSA) (54).

Las restricciones legales existentes en el Derecho español para la adopción de medidas defensivas pueden ordenarse en dos grupos: (i) restricciones relativas a *la estructura financiera de la sociedad* y (ii) restricciones relativas a la *configuración de los órganos sociales–gobierno de la sociedad*.

Como se ha señalado, el Derecho español es especialmente restrictivo en relación con ambos grupos de cuestiones. Así, el legislador español no ha *“transferido”* a las sociedades anónimas españolas *todas las posibilidades que permite la 2ª Directiva de sociedades relativa al capital social* por lo que existen en nuestro Derecho restricciones innecesarias a la libertad estatutaria en lo que a la estructura financiera de la sociedad se refiere y, en relación con la configuración de los órganos de gobierno, la falta de promulgación de la 5ª Directiva de sociedades hace que *no existan límites de Derecho comunitario* a la organización de las competencias y relaciones entre administradores y Junta de accionistas (55).

Entre las primeras deben destacarse:

- La prohibición de cualquier privilegio en materia de derecho de voto (art. 50.2 LSA) de forma que la única posibilidad de *separar derechos de control–voto y derechos sobre los rendimientos sociales–derechos económicos* es mediante la emisión de *acciones sin voto* (permitidas por el art. 90 LSA) lo que incluye –con requisitos añadidos–, la posibilidad de *convertir acciones con voto en acciones sin voto*.
- La prohibición de cualquier privilegio en materia de derecho de suscripción preferente (art. 50.2 LSA).
- Las limitaciones a la posibilidad de *excluir el derecho de suscripción preferente* en la emisión de nuevas acciones (art. 159 LSA).
- Las limitaciones a la utilización de la figura del *capital autorizado* (art. 159 y 159 bis LSA).

Entre las segundas deben destacarse:

- El derecho de *representación proporcional* en el Consejo de Administración (art. 137 LSA).
- El *artículo 131 LSA* que prevé que *“la separación de los administradores podrá ser acordada en cualquier momento por la junta general”* (en relación con art. 134 LSA, no es necesario, ni siquiera, que conste en el orden del día).
- El *deber de pasividad* (art. 60 LMV en relación con art. 28 y ss. RD 1066/2007).

Convendría plantearse, pues, si es deseable proceder a una reforma de nuestra legislación de sociedades anónimas que, para las sociedades cotizadas, aumentara la libertad estatutaria en esos extremos.



(54) La comparación, por ejemplo, con lo que sucede en el Derecho alemán es muy significativa. En Alemania, los administradores no se sienten igualmente vinculados con los accionistas. Los administradores son elegidos y destituidos por el Consejo de Vigilancia y los accionistas –el 75% de ellos– pueden destituir a los miembros del consejo de vigilancia. Además, la concepción institucionalista del interés social predominante en Alemania hace que los administradores no consideren que el único fin de su actuación es maximizar el valor de la empresa social. V., GORDON, *An American...* que hace la misma comparación entre Alemania y EE.UU.

(55) En lo que se refiere a las competencias *sobre el capital social*, la 2ª Directiva consagra la competencia de la Junta, en su artículo 25.1: *“todo aumento del capital deberá ser decidido por la Junta General”* que es aplicable a *“la emisión de todos los títulos convertibles en acciones o a los que acompaña un derecho de suscripción de acciones”*, por aplicación del art. 25.4 de la misma.

