

CAMBIOS EN EL RÉGIMEN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN ("OPAs") TRAS LA LMVSI

La nueva Ley 6/2023 de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión ("LMVSI", que entrará en vigor el día 7 de abril) no ha aportado cambios sustanciales a la vigente regulación de las OPAs, que se mantiene prácticamente invariada. Pero al margen de algunos cambios menores, existen otros llamados a tener una mayor trascendencia.

VALORACIÓN GENERAL

La regulación de las OPAs contenida en la nueva LMVSI reproduce y mantiene en lo sustancial el régimen anterior. Al margen de algunos cambios de orden semántico (como la sustitución de las antiguas referencias a los mercados secundarios oficiales por la noción propia del Derecho de la UE de mercados regulados), se han introducido algunas modificaciones o precisiones por lo general de limitada relevancia práctica.

Precio equitativo

Este es el caso de la definición del precio equitativo al que deben formularse las OPAs obligatorias, que antes se definía como el precio más elevado que hubiera *pagado* el oferente o las personas con él concertadas, y que ahora se determina por relación al precio más elevado que haya sido *pagado* o *acordado* (art.110.1 LMVSI). Se trata de una regla que ya establecía el RD de OPAs (art.9), a la que seguramente se ha querido dotar de rango legal por afectar a una obligación tan relevante y limitativa de la libertad contractual como la del precio al que debe formularse la OPA por la totalidad del capital social.

Precio de la OPA en circunstancias excepcionales

La LMVSI ha mantenido también la antigua previsión que exige justificar el precio de las OPAs voluntarias y obligatorias de conformidad con unos criterios de valoración equivalentes a los de las OPAs de exclusión, cuando en los dos años anteriores al anuncio de la OPA haya concurrido alguna circunstancia excepcional de fuerza mayor que haya afectado a los precios de mercado o al valor patrimonial de la sociedad afectada. Se trata de una previsión que la CNMV consideró aplicable entre el 12 de marzo de 2020 y el 12 de marzo de 2022, como consecuencia del impacto que tuvo la pandemia sobre el mercado y los precios de cotización (Q&A de CNMV sobre OPAs de 10 de febrero de 2022, apdo.11).

Aspectos claves

- La nueva LMVSI mantiene en lo sustancial la anterior regulación de OPAs, al margen de algunos cambios menores
- Amplía el alcance del supuesto de OPA por concertación del derecho de voto
- Extiende el régimen de OPAs a las sociedades cotizadas en un SMN

En atención a dicha experiencia, la LMVSI no se ha resistido a añadir a las circunstancias excepcionales que ya se preveían (indicios de manipulación de la cotización, catástrofes naturales, situaciones de guerra o calamidad, expropiaciones o confiscaciones, etc.) una nueva, consistente en las "pandemias declaradas", por mucho que éstas pudieran reconducirse sin gran tensión interpretativa a las categorías preexistentes de fuerza mayor.

LA OBLIGACIÓN DE OPA POR CONCERTACIÓN DEL VOTO

- Desde la perspectiva de las sociedades cotizadas, el cambio más relevante aportado por la LMVSI tiene que ver con los supuestos que activan la obligación legal de formular una OPA por la totalidad del capital. Se mantienen inalterados los supuestos de adquisición del control "mediante la adquisición de acciones" por un porcentaje igual o superior al 30% de los derechos de voto, así como el (atípico) supuesto de OPA por quien adquiera una participación inferior y designe a más de la mitad de los miembros del consejo de administración, en un plazo que el RD de OPAs fija en 24 meses desde la adquisición.

- Pero junto a estos supuestos, nuestro Derecho también exigía OPA en los casos de simple concertación en el ejercicio de los derechos de voto por accionistas que en conjunto excedan del umbral del 30%, aun cuando no se verifique ninguna adquisición de acciones. Este supuesto se vinculaba hasta ahora a que los socios afectados suscribieran un "pacto parasocial", que además debía ir referido -según el RD de OPAs- a la gestión de la sociedad afectada o a ejercer una influencia relevante sobre la misma. Pero la LMVSI ha extendido el ámbito objetivo de esta modalidad de OPA obligatoria, al referirlo ahora a la suscripción de pactos parasociales "o *de otra naturaleza*" con otros accionistas [art.108.b)].

- A falta de que el legislador reglamentario concrete cuáles son esos pactos "de otra naturaleza" que activan la obligación de OPA, lo cierto es que esta novedosa previsión puede introducir una notable e indeseable inseguridad jurídica en nuestro mercado, por el riesgo de que formas ordinarias y corrientes de colaboración entre accionistas puedan terminar mereciendo la consideración de concertación y disparar una obligación tan onerosa y exorbitante como la de formular una OPA por el 100% del capital. Se trata de un riesgo que se ha manifestado con toda intensidad en numerosos países europeos, que llevó a ESMA a publicar, a solicitud de la Comisión Europea, un *Public Statement* en materia de "Información sobre cooperación entre accionistas y actuación concertada bajo la Directiva de OPAs" (actualizado el 8 de enero de 2019). Esta declaración fija una "lista blanca" de actividades de cooperación entre accionistas que por sí solas no serían constitutivas de concierto. Pero aun así, esta extensión del supuesto de OPA por concertación puede acabar interfiriendo gravemente con los procesos ordinarios de formación y de cambios de mayorías en las sociedades cotizadas y generar una peligrosa incertidumbre sobre las formas de cooperación entre accionistas que se consideran admisibles.

LA EXTENSIÓN DEL RÉGIMEN DE OPAS A LAS SOCIEDADES COTIZADAS EN UN SMN

- Hasta ahora, la regulación de las OPAs era de aplicación exclusiva a las sociedades cotizadas que, además de tener su domicilio social en España, cotizaran sus acciones en un mercado secundario oficial o mercado regulado

español, esto es, en las Bolsas de Valores. Dicho régimen no aplicaba en cambio a las sociedades cotizadas en un "mercado alternativo" o sistema multilateral de negociación (SMN), como sería el caso de BME Growth o de Portfolio Exchange. En el caso de BME Growth, en concreto, solo se exige incorporar a los estatutos un limitado régimen de OPA obligatoria o de cláusula de arrastre ("tag along"), obligando a quien adquiera más del 50% del capital a ofrecer la compra de sus acciones a los demás accionistas en unas mismas condiciones. En relación con Portfolio Exchange, ni siquiera se impone ninguna exigencia similar.

- Pero la LMVSI ha previsto que el régimen legal de las OPAs aplique también a las sociedades domiciliadas en España cuyas acciones se negocien en un SMN, "en los términos que se determinen reglamentariamente" (art.109.1). En principio, cabe entender que esa aplicación no debería tener lugar hasta que se apruebe dicho desarrollo reglamentario. Pero la cuestión podría prestarse a discusión, considerando que la LMVSI incluye determinadas obligaciones claras e incondicionadas (como la obligación de formular OPA por superación del umbral del 30% de los derechos de voto) y que la misma no ha incluido ningún régimen transitorio específico sobre esta cuestión (a diferencia por ejemplo de la exclusión de cotización voluntaria de las sociedades cotizadas en un SMN, al haber previsto la disposición transitoria tercera de la LMVSI que la correspondiente regulación no aplique hasta la entrada en vigor de su desarrollo reglamentario).

CONTACTOS



Javier García de Enterría
Off Counsel
T +34 91 590 4102
E Javier.Garciadeenterría@cliffordchance.com



Luis Alonso
Socio
T +34 91 590 4147
E Luis.Alonso@cliffordchance.com



Javier Olabbarri
Asociado Sénior
T +34 91 590 9455
E Javier.Olabbarri@cliffordchance.com



Patricia Puertas
Asociada
T +34 91 590 9436
E Patricia.Puertas@cliffordchance.com



Miguel Barredo
Asociado
T +34 91 590 7593
E Miguel.Barredo@cliffordchance.com

This publication does not necessarily deal with every important topic or cover every aspect of the topics with which it deals. It is not designed to provide legal or other advice.

www.cliffordchance.com

Clifford Chance, 10 Upper Bank Street,
London, E14 5JJ

© Clifford Chance 2023

Clifford Chance LLP is a limited liability partnership registered in England and Wales under number OC323571

Registered office: 10 Upper Bank Street,
London, E14 5JJ

We use the word 'partner' to refer to a member of Clifford Chance LLP, or an employee or consultant with equivalent standing and qualifications

If you do not wish to receive further information from Clifford Chance about events or legal developments which we believe may be of interest to you, please either send an email to nomorecontact@cliffordchance.com or by post at Clifford Chance LLP, 10 Upper Bank Street, Canary Wharf, London E14 5JJ

Abu Dhabi • Amsterdam • Barcelona • Beijing • Brussels • Bucharest • Casablanca • Delhi • Dubai • Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong • Istanbul • London • Luxembourg • Madrid • Milan • Munich • Newcastle • New York • Paris • Perth • Prague • Rome • São Paulo • Shanghai • Singapore • Sydney • Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

Clifford Chance has a co-operation agreement with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship with Redcliffe Partners in Ukraine.