

Planificación estratégica de las Ofertas Públicas de Adquisición

Una guía práctica para el diseño de las
ofertas públicas de adquisición y su análisis
en el mercado español | 2017-2020



Contenido

1. Prólogo y presentación de la Guía	06
2. Panorama general de las OPAs en España	07
2.1. Introducción	07
2.2. La problemática del precio equitativo en las OPAs voluntarias: el Covid-19 y el artículo 137.2 de la LMV	08
2.3. Acuerdos en relación con la OPA	09
2.3.1. Acuerdos entre el oferente y accionistas de Target en la OPA	09
2.3.2. Acuerdos entre el oferente y Target	11
2.4. Particularidades de la actuación del oferente en la OPA	12
2.5. Actuación del Consejo de Administración de Target	12
2.6. Condiciones a las que está sometida la OPA	13
2.7. Exclusión de negociación tras la OPA	14
3. Normativa aplicable, tipología de OPAs y peculiaridades del mercado español	15
4. Mapa de grupos de interés en una OPA	25
5. Planificación estratégica y operativa de una OPA	29
5.1. Planificación estratégica: algunas cuestiones clave	29
5.2. Planificación operativa y principales hitos	33
5.2.1. Pasos previos al anuncio de la decisión de formular la oferta	33
5.2.2. Anuncio de la oferta inicial	33
5.2.3. Presentación de la documentación relativa a la oferta y del folleto explicativo a la CNMV	34
5.2.4. Autorización de la OPA y publicación del folleto. Publicidad formal de la oferta	34
5.2.5. Inicio del plazo de aceptación	34
5.2.6. Publicación del informe del Consejo de Administración de Target sobre la OPA	35
5.2.7. Fin del plazo de aceptación. Resultado de la OPA	35
5.2.8. Liquidación de la oferta	35
6. Que hacer y qué no hacer en una OPA	36
6.1. Qué hacer y qué no hacer en una OPA: Target	36
6.2. Qué hacer y qué no hacer en una OPA: el Oferente	41
7. La importancia del componente retail	43
8. La importancia de las relaciones con los hedge funds en una OPA	47
9. Conclusiones	49



Georgeson

Fundada en 1935 en Nueva York, es la compañía más antigua y con mayor reconocimiento a nivel internacional en servicios de comunicación e información a los accionistas.

Las compañías confían a Georgeson, y a sus más de 85 años de experiencia, la organización de sus juntas de accionistas, la consultoría en materia de gobierno corporativo y el asesoramiento en fusiones y adquisiciones, lo que le ha permitido posicionarse como líder indiscutible en los mercados en los que opera. En 2020 ha vuelto a ser el primer operador del mercado español en la gestión de juntas de accionistas.

El asesoramiento de Georgeson en operaciones como adquisiciones (hostiles y amistosas) o *proxy fights* es clave en el éxito de sus clientes. Los servicios de la compañía incluyen *proxy solicitation*; servicios de *global information agent*; servicios de identificación de accionistas y bonistas; consultoría en ESG, *board evaluation* y campañas para inversores minoritarios, entre otros.

Georgeson tiene oficinas en Nueva York, Londres, Roma, Toronto, París, Múnich, Sídney, Hong Kong, Tokio y Madrid (desde donde se cubre España, Portugal y América Latina). Todas ellas cuentan con equipos experimentados y profesionales con más de 20 años de experiencia en el ámbito del derecho, gobierno corporativo, ESG y *proxy solicitation*. Estos equipos trabajan, a diario, en estrecha colaboración con los clientes, para hacer frente a los retos a los que estos se enfrentan en los mercados de capitales.

Georgeson forma parte del Grupo Computershare, fundado en 1978 y cotizado en la Bolsa de Valores de Australia desde 1994. El grupo emplea a más de 12.000 personas en todo el mundo y presta servicios en más de 20 países a más de 16.000 clientes.

Madrid

Edificio Iberia Mart I
Pedro Teixeira 8, 8ª planta
Madrid 28020

Teléfono: +34 91 701 21 70
Fax: +34 91 701 21 71

Equipo de trabajo

Carlos Sáez Gallego
Country Head – Spain
c.saez@georgeson.com

Giulia A. Matteo Sézille
Head of Execution – Spain
g.sezille@georgeson.com

Eva Martí Serra
Corporate Governance
Manager – Spain
e.marti@georgeson.com

Claudia Morante Belgrano
Head of Corporate
Governance – Spain
c.morante@georgeson.com

Araceli López Iglesias
Corporate Governance
Analyst – Spain
a.lopez@georgeson.com

Francesca Livoti
Account Manager – Spain
f.livoti@georgeson.com

Claudia Monteagudo
Operations Analyst – Spain
claudia.dosil@georgeson.com



Allen & Overy

Desde 1991, Allen & Overy se ha convertido en uno de los despachos de abogados líderes en España, ofreciendo un asesoramiento innovador y de alta calidad para llevar a cabo con éxito operaciones complejas.

Con sede en Madrid, nuestros abogados tienen amplia experiencia internacional y un profundo conocimiento del mercado nacional. Podemos aprovechar los recursos y conocimiento de una red mundial de oficinas totalmente integrada.

Nuestra oficina está dirigida por 17 socios de gran prestigio, todos ellos con una extraordinaria trayectoria profesional repleta de éxitos y logros dentro de un amplio abanico de sectores de actividad y con el apoyo de un equipo de abogados con gran experiencia. Nuestros clientes constituyen nuestra máxima prioridad, y entre ellos contamos con entidades financieras, empresas españolas, importantes multinacionales con intereses en España y en el extranjero, y organismos públicos.

En su calidad de despacho internacional de élite, Allen & Overy está a la vanguardia de los cambios jurídicos y novedades del mercado a escala internacional. Nuestros equipos

tienen la capacidad de ofrecer a los clientes el asesoramiento y apoyo que necesitan para alcanzar sus objetivos en los cambiantes mercados nacionales e internacionales.

Nuestro departamento de Corporate en España reúne a abogados de gran experiencia capaces de asesorar en toda la gama de asuntos referidos a M&A público (OPAs) y privado y *Equity Capital Markets*. Nuestro departamento pertenece al grupo internacional de *Corporate* de Allen & Overy, compuesto por más de 860 abogados. Este equipo global está entre los más grandes de cualquier firma legal del mercado, nuestras oficinas internacionales nos permiten llegar a otros 118 países (que representan el 99% del PIB mundial) y 89 de nuestros abogados de Corporate, de 28 jurisdicciones distintas, han aparecido referenciados como *leading individuals* en la guía Chambers Global en 2020.

Madrid

Serrano 73
Madrid 28006

Teléfono: +34 91 782 98 00
Fax: +34 91 782 98 99

Equipo de trabajo

Fernando Torrente

Socio sénior – Mercantil /
Corporate (M&A y ECM)
fernando.torrente@allenoverly.com

Ignacio Ruiz-Cámara

Socio – Bancario y Financiero
ignacio.ruizcamara@allenoverly.com

Teresa Méndez

Counsel – Mercantil /
Corporate (M&A y ECM)
teresa.mendez@allenoverly.com

Jaime Begara

Asociado – Mercantil /
Corporate (M&A y ECM)
jaime.begara@allenoverly.com

Mónica Represa

Directora del Área de Gestión
de Conocimiento
monica.represa@allenoverly.com



1. Prólogo y presentación de la Guía

España se ha caracterizado tradicionalmente por ser un mercado poco activo en lo que a la formulación de OPAs se refiere. Razones históricas, como la menor madurez del mercado o el perfil de sociedades con socio de control de una elevada parte de las compañías cotizadas en España se usan tradicionalmente para explicar este hecho.

Sin embargo, esta tendencia está variando exponencialmente, introduciendo importantes cambios en el panorama y la dinámica del mercado. Desde el año 2017 se han formulado, a fecha de cierre de esta Guía, un total de 24¹ OPAs, lo que supone que en los últimos cuatro años se han concentrado un tercio de las OPAs formuladas desde 2007, año en el que entró en vigor la actual normativa que regula estos procesos de adquisición corporativa.

Y es posible anticipar que se trata de una tendencia que se va a consolidar. La actual situación derivada de la pandemia del Covid-19 ha supuesto un elemento distorsionador de los mercados de valores. El impacto en el valor y, sobre todo, la volatilidad en las cotizaciones que el Covid-19 está provocando, favorecen el interés de los inversores sobre las cotizadas españolas, que se han vuelto targets muy deseables para una adquisición.

Inversores, compañías y accionistas deben enfrentarse no solo a una situación de mercado incierto, sino también a la interpretación y aplicación de las diversas medidas que supervisores y legisladores están adoptado para “compensar”, si es que ello es posible, esta extraordinaria situación. Y los quebraderos de cabeza que estas novedades provocan al llevarlas a la práctica no son menores.

Por poner un ejemplo, no es posible planificar una OPA y no tener en cuenta la aplicación del artículo 137.2 de la Ley del Mercado de Valores. Ello hace que ya no sea suficiente formular la OPA a un precio equitativo, sino que el inversor tendrá que considerar, además, el precio que un experto independiente determine sobre la valoración de las acciones de la compañía Target y que tome en consideración cómo se ha podido ver afectado el *precio de mercado, en general, o de la sociedad afectada en particular*, por la pandemia del Covid-19.

Otro factor relevante dentro de la estrategia de una OPA es el reciente régimen de autorización de inversiones extranjeras, aprobado en marzo del año pasado y ya modificado dos veces. De nuevo, la necesidad de autorización pública para la inversión extranjera en determinados sectores y compañías es consecuencia directa de la actual situación de crisis. Sin embargo, no se puede ignorar la tendencia proteccionista global que hace que la inversión extranjera se mire con desconfianza. En España, el actual régimen de inversión extranjera directa exige autorización para que inversores no comunitarios

adquieran el control de entidades que operen en determinados sectores considerados estratégicos. Pero, además, hasta el 30 de junio de 2021, también la inversión comunitaria en sociedades cotizadas que operen en dichos sectores debe ser autorizada. La reciente OPA sobre Masmovil ya tuvo que pasar el *clearance* de la Secretaria de Estado de Comercio y vamos a ver también cómo en la OPA de Naturgy se tendrá que afrontar este proceso.

Finalmente, en la fecha en la que escribimos estas líneas el Parlamento acaba de aprobar la Ley que incorporará a Derecho español la Directiva de implicación a largo plazo de los accionistas². Con esta ley se introducirán en España las controvertidas “acciones de lealtad” cuya relevancia a la hora de planificar la estrategia de una OPA no será menor. En virtud de esta reforma legislativa, si así lo prevén los estatutos sociales, un accionista que, durante dos años consecutivos ininterrumpidos, haya sido titular de acciones en una entidad cotizada contará con voto doble.

Las acciones de lealtad se tendrán en cuenta a efectos de determinar si se ha alcanzado el umbral de control del 30% y dará lugar a la obligación de lanzar una OPA. A partir de ahora, por ejemplo, podrá alcanzarse el umbral de control y por tanto la obligación de lanzar una OPA con un porcentaje a partir del 15,01% si esas acciones confieren voto doble. Por el contrario, un accionista que adquiera más de un 30% de los derechos de voto podría no encontrarse en la situación de lanzar OPA obligatoria si existe algún otro accionista con mayor porcentaje de derechos de voto (pero menor porcentaje de capital social) como consecuencia de la tenencia de acciones de lealtad. Y el mismo análisis debe realizarse en supuestos control sobrevenido e indirecto. A esta reforma hay que añadir, además, alguna “sorpresa” adicional que esconde la norma como es la reforma del artículo 82 de la Ley del Mercado de Valores para incluir el requisito de que “*a resultas de dicha oferta*” se haya alcanzado al menos el 75% de los derechos de voto para aplicar la excepción a la obligación de lanzar una OPA de exclusión si ha existido una OPA voluntaria previa formulada a precio equitativo.

Teniendo en cuenta estas circunstancias, A&O y Georgeson queremos ofrecer un documento práctico que sirva de apoyo para dar claridad a un proceso complejo y ayude tanto a inversores como a cualquier otro actor implicado en este tipo de operaciones a navegar las incertidumbres actuales tanto normativas como de mercado.

Fernando Torrente
Socio sénior – Allen & Overy

Stefano Marini
CEO, Emerging Markets
& Latam - Georgeson

¹ A las 20 ofertas que se analizan en detalle en la Guía hay que añadir las OPAs lanzadas sobre Naturgy, Euskaltel y Biosearch y la OPA de exclusión de Barón de Ley.

² Directiva (UE) 2017/828 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 17 de mayo de 2017.



2. Panorama general de las OPAs en España

2.1. Introducción

En los últimos años las operaciones de adquisición de sociedades cotizadas han crecido exponencialmente. Desde 2017 y hasta la fecha de publicación de esta Guía se han formulado en España 24 ofertas públicas de adquisición (**OPAs**), que representan un tercio de las OPAs formuladas desde que entró en vigor el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (el **RD 1066/2007**). El detalle de las sociedades afectadas (**Target**) y los oferentes en cada una de las OPAs autorizadas en dicho periodo es el siguiente:

Año	Target	Oferente
2017	Tecnocom, Telecomunicaciones y Energía, S.A. (Tecnocom)	Indra Sistemas, S.A.
	Clínica Baviera, S.A. (Clínica Baviera)	Aier Eye International (Europe), S.L.U.
	Abertis Infraestructuras, S.A. (Abertis)	Atlantia S.P.A. (Atlantia)
	Sotogrande, S.A. (Sotogrande)	Sotogrande LuxCo S.à r.l., filial de Orion Capital Managers LLP
	Axiare Patrimonio SOCIMI, S.A. (Axiare)	Inmobiliaria Colonial, SOCIMI, S.A. (Colonial)
2018	Abertis	Hochtief Aktiengesellschaft (Hochtief)
	Saeta Yield, S.A. (Saeta Yield)	TERP Spanish HoldCo, S.L.U., filial de Brookfield Asset Management
	Hispania Activos Inmobiliarios SOCIMI, S.A. (Hispania)	Alzette Investment S.à r.l., filial de The Blackstone Group L.P.
	NH Hotel Group, S.A. (NH)	MHG Continental Holding (Singapore) Pte. Ltd., filial de Minor International
	Funespaña S.A. (Funespaña)	Mapfre España, Compañía de Seguros y Reaseguros, S.A.
	Papeles y Cartones de Europa, S.A. (Europac)	DS Smith Plc
2019	Barón de Ley, S.A. (Barón de Ley)	Mazuelo Holding, S.L., entidad controlada por el consejero delegado de Barón de Ley
	Bodegas Bilbaínas, S.A. (Bodegas Bilbaínas)	Ducde, S.A., filial de The Carlyle Group, L.P.
	Telepizza Group, S.A. (Telepizza)	Tasty Bidco, S.L.U., filial de KKR
	Distribuidora Internacional de Alimentación, S.A. (DIA)	L1R Invest1 Holdings S.à r.l., filial de Letterone Investment Holdings S.A.
	Natra, S.A. (Natra)	World Confectionery Group S.à r.l., filial de Investindustrial S.A.
	General de Alquiler de Maquinaria, S.A. (GAM)	Gestora de Activos y Maquinaria Industrial, S.L., controlada por D. Francisco José Riberas Mera
	Parques Reunidos Servicios Centrales, S.A. (Parques Reunidos)	Piolin BidCo, S.A.U., filial de EQT Fund Management S.à r.l.
	Bolsas y Mercados Españoles Sociedad Holding de Mercados y Sistemas Financieros, S.A. (BME)	SIX Group AG
2020	Masmovil Ibercom, S.A. (Masmovil)	Lorca Telecom Bidco, S.A.U (Lorca Telecom), vehículo inversor de KKR, Cinven y Providence



Adicionalmente, se ha admitido a tramitación, a fecha de publicación de esta guía, la OPA de exclusión de Barón de Ley y las OPAs sobre Naturgy, Biosearch y Euskaltel.

En resumen, en el periodo analizado, se han autorizado 15 OPAs voluntarias³, cuatro OPAs obligatorias⁴ y dos OPAs de exclusión⁵. Ha habido una única OPA competidora, la OPA de Hochtief sobre Abertis, que perdió el carácter de competidora una vez Atlantia desistió de la oferta que había formulado previamente, tras haber suscrito determinados acuerdos con Hochtief y con ACS, Actividades de Construcción y Servicios, S.A. 18 OPAs se formularon con contraprestación en efectivo⁶, no se formuló ninguna OPA de canje y se formularon tres OPAs mixtas⁷.

En seis OPAs⁸ el oferente financió la OPA íntegramente con recursos propios, mientras que cinco OPAs⁹ se financiaron íntegramente a través de financiación bancaria, y ocho OPAs¹⁰ a través de una combinación de recursos propios y financiación bancaria. Destaca la financiación de la OPA sobre Axiare que fue particular porque procedió de tres fuentes: (i) tesorería y líneas de crédito disponibles del oferente; (ii) un aumento de capital con exclusión del derecho de suscripción preferente del oferente y la venta de acciones de la autocartera del oferente en dicho aumento de capital, y (iii) una emisión de obligaciones.

Por último, en cuanto a la identidad del oferente, es destacable que en nueve OPAs los oferentes eran fondos de *private equity* que han llevado a cabo operaciones que se incluyen en la categoría de *public to private* (**P2P**) (Orion Capital Managers LLP en la OPA sobre Sotogrande,

Brookfield Asset Management en la OPA sobre Saeta Yield, The Blackstone Group LP en la OPA sobre Hispania, The Carlyle Group, L.P. en la OPA sobre Bodegas Bilbaínas, KKR Credit Advisors (US) LLC en la OPA sobre Telepizza, Letterone Investment Holdings S.A. en la OPA sobre DIA, Investindustrial S.A. en la OPA sobre Natra, EQT Fund Management S.à r.l. en la OPA sobre Parques Reunidos y KKR, Cinven y Providence en la OPA sobre Masmovil).

En la OPA sobre Masmovil el oferente fue un consorcio de fondos de inversión formado por KKR, Cinven y Providence (este último accionista significativo de Masmovil). En la OPA sobre Telepizza el oferente era una sociedad controlada por KKR, y Torreal, Safra, Artá y Altamar participaban en la OPA como co-inversores.

Han existido dos OPAs en las cuales, siendo el oferente un fondo de *private equity*, se alcanzaron acuerdos con determinados accionistas de Target para la reinversión en Target. En la OPA sobre Natra, Investindustrial S.A. alcanzó un acuerdo con un fondo que era accionista de Natra (Bybrook) que implicaba una reinversión en el socio único del oferente por parte de dicho accionista vendedor, tal y como describiremos en el apartado 2.3.1 posterior. En la OPA sobre Parques Reunidos, EQT Fund Management S.à r.l. alcanzó un acuerdo con dos fondos accionistas de Parques Reunidos (Alba Europe S.à r.l. y Miles Capital S.à r.l.) para la reinversión en el socio único del oferente, también en los términos que explicaremos en el apartado 2.3.1 posterior.

2.2. La problemática del precio equitativo en las OPAs voluntarias: el Covid-19 y el artículo 137.2 de la LMV

La situación derivada de la pandemia del Covid-19 también ha tenido impacto en las OPAs, en particular en relación con la aplicación del artículo 137.2 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre (la **Ley del Mercado de Valores** o **LMV**), que exige requisitos reforzados en cuanto al precio al que se puede formular una OPA voluntaria.

Según el RD 1066/2007, el precio equitativo se define de manera distinta en función de si se han producido adquisiciones de valores de Target por parte del oferente (o personas que actúen en concierto con él) durante un determinado periodo de tiempo, o no. En el caso de que el oferente, o personas concertadas con él, hayan adquirido valores de Target en los 12 meses previos al anuncio de la OPA, el precio equitativo no podrá ser inferior al precio más elevado que el oferente o personas concertadas con él hubieran pagado. Por el contrario, en caso de que no se

hubieran producido tales adquisiciones, el precio equitativo deberá ser igual, al menos, al “precio de exclusión”, esto es, no podrá ser inferior al precio que resulte de un informe preparado por un experto independiente que deberá estar basado en una combinación de métodos de valoración (el precio equitativo exigido en caso de OPA de exclusión). En cualquier caso, la consideración de un precio determinado como precio equitativo está sujeta a la consideración de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (**CNMV**).

La formulación de una OPA voluntaria a un precio equitativo permite eximir al oferente de la obligación de formular una OPA obligatoria cuando se haya alcanzado el control de Target tras una OPA voluntaria por la totalidad de los valores. Según el artículo 8.f) del RD 1066/2007, la formulación de dicha OPA obligatoria no será necesaria en dos supuestos:

³ Tecnocom, Clínica Baviera, Abertis (Atlantia), Axiare, Abertis (Hochtief), Saeta Yield, Hispania, NH (inicialmente), Europac, Telepizza, DIA, Natra, Parques Reunidos, BME y Masmovil.

⁴ Barón de Ley, Bodegas Bilbaínas, GAM y NH (a posteriori, como consecuencia de la adquisición de acciones en el mercado al margen de la OPA).

⁵ Sotogrande y Funespaña.

⁶ Clínica Baviera, Axiare, Abertis (Hochtief) (a posteriori), Saeta Yield, Hispania, NH, Europac, Telepizza, DIA, Natra, Parques Reunidos, BME, Barón de Ley, Bodegas Bilbaínas, GAM, Sotogrande, Funespaña y Masmovil.

⁷ Tecnocom, Abertis (Atlantia) y Abertis (Hochtief) (inicialmente).

⁸ Tecnocom, Sotogrande, Funespaña, Bodegas Bilbaínas, DIA y GAM.

⁹ Clínica Baviera, Abertis (Hochtief), NH, Barón de Ley y BME. En la OPA sobre Barón de Ley el oferente aportó una cantidad muy poco significativa de recursos propios (555.682 euros) y el resto (228.730.502 euros) a través de financiación bancaria.

¹⁰ Abertis (Atlantia), Saeta Yield, Hispania, Europac, Telepizza, Natra, Parques Reunidos y Masmovil.



- (i) cuando la OPA haya sido formulada a un precio equitativo; o
- (ii) cuando la OPA haya sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la OPA.

Por tanto, en caso de que la CNMV considerase que el precio ofrecido por el oferente no tiene la consideración de equitativo, el oferente podría recurrir a la excepción de formular una OPA obligatoria prevista en el artículo 8.f) del RD 1066/2007 en caso de que se alcance el umbral de aceptación mínima referido anteriormente.

Además de para intentar ampararse en la excepción de la obligación de formular OPA obligatoria, es habitual también que las OPAs voluntarias se formulen a un precio justificado a través de un informe de valoración elaborado por un experto independiente según los métodos de valoración previstos en el artículo 10 del RD 1066/2007 con vistas a poder acceder a un mecanismo alternativo al *squeeze-out* (en caso de que no se cumplan los requisitos legales para su ejercicio) para la exclusión de negociación de las acciones de Target sin que sea necesaria la formulación de una OPA de exclusión: la llamada "orden sostenida" del artículo 11.d) del RD 1066/2007. Según este precepto, no será precisa una OPA de exclusión cuando se hubiera realizado con anterioridad una OPA sobre el 100% del capital social de Target en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y, además se justifique el precio a través de un informe de valoración con arreglo al artículo 10 del RD 1066/2007, así como se facilite la venta de la totalidad de los valores a través de una orden de compra de dichos valores, al mismo precio que el de la OPA previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la OPA precedente.

2.3. Acuerdos en relación con la OPA

2.3.1. Acuerdos entre el oferente y accionistas de Target en la OPA

El supuesto más típico de acuerdo suscrito entre el oferente y los accionistas de Target en procesos de OPAs son los contratos de compromisos irrevocables. Desde 2017, en ocho OPAs¹¹ existieron compromisos irrevocables de aceptar la OPA suscritos con accionistas de Target con anterioridad a la formulación de la OPA. En seis de dichas OPAs¹² el compromiso de los accionistas vendedores seguiría en vigor aunque se formulase una OPA competidora. En la OPA sobre Clínica Baviera el oferente suscribió con los accionistas fundadores de la sociedad compromisos irrevocables de

El artículo 137.2 de la LMV regula la obligación del oferente de aportar un informe de experto independiente sobre la valoración de las acciones de Target cuando concurren ciertas circunstancias, entre las cuales se encuentra el supuesto en que *"los precios de mercado, en general, o de la sociedad afectada en particular, se hayan visto afectados por acontecimientos excepcionales tales como por catástrofes naturales, situaciones de guerra o calamidad u otras derivadas de fuerza mayor"*. Asimismo, dicho artículo establece que el precio al que se formule una OPA voluntaria cuando sea de aplicación el artículo 137.2 de la LMV no podrá ser inferior al mayor entre el "precio equitativo" y el precio que resulte de tomar en cuenta, y con justificación de su respectiva relevancia, los métodos de valoración contenidos en el informe de valoración elaborado por el experto independiente. En la reciente OPA sobre Masmovil ha resultado de aplicación este precepto como consecuencia de la *"declaración de la pandemia del Covid-19 por la OMS"* (como establece el propio folleto explicativo de la OPA sobre Masmovil).

El artículo 137.2 de la LMV tiene importantes implicaciones para la formulación de una OPA voluntaria.

En particular, un oferente que formule una OPA voluntaria mientras resulte de aplicación el artículo 137.2 de la LMV no podrá lanzar una OPA a un precio inferior al equitativo y ser eximido de la obligación de formular la OPA obligatoria a través del umbral de aceptación mínimo, (como se mencionaba anteriormente), ya que en tal caso el oferente estaría obligado en todo caso a formular la OPA voluntaria a un precio que tenga la consideración de equitativo.

Por tanto, el informe de valoración del experto independiente será necesario en todo caso en el supuesto de una OPA voluntaria mientras sea de aplicación el artículo 137.2 de la LMV.

no acudir a la OPA, en virtud de los cuales los accionistas fundadores se comprometieron a mantener una parte de su participación en la sociedad (un 10% en total) tras la OPA. Igualmente, en la OPA sobre GAM, el oferente y seis accionistas de GAM se comprometieron con el oferente a no aceptar la OPA y procedieron a la inmovilización de sus acciones, de manera que el número total de acciones inmovilizadas y que quedaron excluidas del ámbito objetivo de la OPA fue de 23.877.181 (71,72% del capital social de GAM).

En segundo lugar, en las OPAs que hemos analizado, es interesante señalar que se han pactado distintos mecanismos de compensación a los accionistas vendedores.

¹¹ Tecnocom, Clínica Baviera, Saeta Yield, Hispania, Europac, Telepizza, Natra y Masmovil.

¹² Tecnocom (*"incluso en el caso de que se formulen OPAs competidoras"*), Clínica Baviera (*"incluso en el caso de que se presenten OPAs competidoras"*), Europac (*"incluso en caso de anuncio de una OPA competidora a un precio superior"*), Telepizza (*"aun en el supuesto de que un tercero formule una OPA, únicamente en el supuesto de los compromisos suscritos por Alliance Bernstein L.P. y Formuepleje A/S, siempre y cuando el oferente igualase la OPA competidora en el supuesto del compromiso suscrito con Santander Asset Management, S.A., SGIC, y siempre y cuando el oferente igualase la OPA competidora formulada a un precio superior en al menos el 10% del precio de la OPA en el supuesto del compromiso irrevocable suscrito con Axxion, S.A."*), Natra (*"incluso en el caso de que se formulen OPAs competidoras"*) y Masmovil (*"únicamente existe el compromiso de no aceptar ninguna OPA competidora en el caso del compromiso irrevocable suscrito por Providence, que únicamente tendrá el derecho a aceptar una OPA competidora si el oferente desiste de la OPA o las condiciones a las que se ha sujetado no se han cumplido o (en la medida de lo posible) renunciado"*).



Un primer mecanismo típico son los acuerdos de *break-up fee* (compromisos de pago asumidos por el oferente, en este caso para compensar a los accionistas vendedores en caso de que la OPA no prospere). En las OPAs sobre Clínica Baviera¹³ y Masmovil¹⁴ se acordó el pago de una *break-up fee* pagadera por el oferente a los accionistas vendedores que habían suscrito compromisos irrevocables con el oferente en ciertos supuestos. También se han pactado cláusulas “*anti-embarrasment*” con accionistas vendedores, esto es, compromisos de compensación por parte del oferente en caso de que este vendiese acciones de Target por un precio superior al pagado a los accionistas vendedores durante un periodo de tiempo determinado después de haberlas adquirido de estos. Este tipo de cláusulas se han pactado en contratos suscritos con accionistas vendedores en las OPAs sobre Axiare¹⁵, Saeta Yield¹⁶ y Parques Reunidos¹⁷.

En tercer lugar, nos referiremos a los acuerdos que se han alcanzado entre el oferente y los accionistas vendedores en relación con el órgano de administración de Target. En las OPAs sobre TecnoCom, Clínica Baviera, Saeta Yield, Europac y Masmovil¹⁸, los acuerdos irrevocables suscritos con accionistas vendedores contenían el compromiso del accionista vendedor de procurar que los consejeros dominicales de Target que representasen al accionista vendedor correspondiente presentaran su dimisión tras la liquidación de la OPA. En las cláusulas correspondientes de dichos compromisos irrevocables se hacía referencia a lo dispuesto en la Recomendación 20 del Código de Buen Gobierno de las Sociedades Cotizadas aprobado por la CNMV en febrero de 2015 (y revisado en junio de 2020) (el **CBGSC**), que dispone que los consejeros dominicales

deberán presentar su dimisión cuando el accionista a quien representen transmite íntegramente su participación accionarial, y también deberán hacerlo, en el número que corresponda, cuando dicho accionista rebaje su participación accionarial hasta un nivel que exija la reducción del número de consejeros dominicales.

También hemos identificado que algunos compromisos irrevocables suscritos con accionistas vendedores contenían la obligación de los accionistas vendedores de procurar que los correspondientes consejeros dominicales que les representen votasen a favor de la OPA en el informe que debe preparar el Consejo de Administración de Target en relación con la OPA (de conformidad con el artículo 24 del RD 1066/2007). Este compromiso se asumió en las OPAs sobre Clínica Baviera, Saeta Yield, Parques Reunidos y Masmovil. En la OPA sobre Hispania, con posterioridad a la autorización de la OPA, el oferente suscribió un contrato con Target y su sociedad gestora (Azora Gestión) en relación con el incremento del precio inicial de la OPA y, en la misma fecha, el Consejo de Administración de Hispania comunicó al mercado, entre otras cuestiones, que recomendaría unánimemente la OPA a los accionistas de Hispania. En las OPAs sobre TecnoCom y Europac dicho compromiso fue únicamente de los accionistas vendedores que, a su vez, eran consejeros de Target.

En cuarto y último lugar, es importante mencionar la tendencia observada recientemente de los llamados acuerdos de “*roll-over*”, o acuerdos de reinversión en Target tras la OPA por parte de accionistas de Target. Este tipo de acuerdos existieron en las OPAs sobre Natra¹⁹, Parques Reunidos²⁰ y Masmovil²¹.

¹³ Los accionistas vendedores tenían derecho a cobrar del oferente una penalización en caso de no haberse obtenido las autorizaciones de las autoridades correspondientes en materia de competencia o haberlas obtenido con condiciones no aceptables para el oferente, o en caso de que la OPA no se llevase a cabo por no aprobarla la CNMV al no haberse obtenido las correspondientes aprobaciones regulatorias.

¹⁴ En caso de que (i) se presente una OPA competidora por un tercero; (ii) tanto la OPA como la OPA competidora se liquiden; y (iii) la participación del oferente en el capital social de Masmovil en la anterior entre las siguientes fechas (A) la fecha de exclusión de negociación de Masmovil, o (B) tres meses desde la fecha de liquidación de la OPA, ascienda a menos de un 50% de las acciones de Masmovil, los accionistas vendedores tendrán derecho a recibir una compensación económica.

¹⁵ En la OPA sobre Axiare, el oferente adquirió acciones de Target inmediatamente antes del anuncio previo de la OPA y se comprometió a compensar en efectivo a cada una de las entidades vendedoras si formulaba una OPA sobre las acciones de Axiare por un precio por acción superior al pagado por cada una de sus acciones. Estas entidades se comprometieron a compensar al oferente en el supuesto de que fueran beneficiarias de cualquier reparto de dividendos que realizara Target en relación con las acciones adquiridas por el oferente en los contratos de adquisición suscritos con ellas, minorando del precio por acción pagado por el oferente el importe por acción de dicho dividendo. Asimismo, el oferente se comprometió a compensar a los accionistas vendedores si, después de la formulación de la OPA por el oferente sobre Target, un tercero formulase una OPA competidora sobre Target a un precio por acción superior al pagado por el oferente por las acciones de los accionistas vendedores, y el oferente retirase su OPA y vendiese sus acciones de Target en dicha OPA competidora.

¹⁶ En la OPA sobre Saeta Yield el oferente se comprometió frente a los accionistas vendedores que habían suscrito compromisos irrevocables a no transferir o adquirir acciones de Target por precio superior al precio de la OPA en un plazo de 6 meses desde la liquidación de la OPA.

¹⁷ En la OPA sobre Parques Reunidos el oferente se comprometió frente a accionistas vendedores con los que había suscrito contratos de compraventa tras el anuncio previo de la OPA a compensarles en los 12 meses siguientes a la liquidación de la OPA en caso de que: (i) el oferente incrementase el precio de la OPA, por el importe equivalente a la diferencia entre el precio de la OPA pagado y el precio por acción pagado a los vendedores multiplicado por las acciones transmitidas bajo los contratos; o (ii) el oferente, tras desistir de la OPA, con motivo de una presentación de una OPA competidora, vendiese las acciones al oferente en la OPA competidora, por el importe equivalente a la diferencia entre el precio pagado a los vendedores y el precio de la OPA competidora multiplicado por el número de acciones transmitidas bajo los contratos.

¹⁸ En el caso de la OPA sobre Masmovil, los accionistas vendedores (a excepción de Providence) asumieron el compromiso de procurar que los consejeros dominicales de Masmovil nombrados a propuesta de dichos accionistas presentaran su dimisión tras la liquidación de la OPA.

¹⁹ En la OPA sobre Natra uno de los accionistas vendedores (Bybrook) se comprometió a financiar parte de la contraprestación a ser satisfecha por el oferente mediante la suscripción de obligaciones convertibles en participaciones representativas del capital social del socio único del oferente. En dicha financiación, se acordó un contrato de socios que regulase las eventuales relaciones entre Bybrook y el grupo del oferente en el supuesto de que la financiación facilitada por Bybrook se convirtiese efectivamente en participaciones del socio único del oferente.

²⁰ En la OPA sobre Parques Reunidos, con carácter previo a su formulación, el oferente y dos accionistas de Target (Miles Capital S.à r.l y Alba Europe S.à r.l) suscribieron un contrato denominado “*bid agreement*” en virtud del cual se establecieron los términos de la colaboración entre ellos en relación con la OPA. Asimismo, dichos accionistas de Target suscribieron sendos compromisos de aportación con el oferente en virtud de los cuales dichos accionistas se comprometieron irrevocablemente, una vez publicado el resultado de la OPA e inmediatamente antes de su liquidación, a aportar sus acciones de Target en una ampliación de capital no dineraria del socio único del oferente, quien, a su vez, antes de la liquidación de la OPA, aportará dichas acciones al oferente. Las aportaciones de acciones se realizaban al mismo precio de la OPA.

²¹ En la OPA sobre Masmovil, con anterioridad a su formulación, los fondos de inversión KKR y Cinven suscribieron, entre otros, un acuerdo de colaboración en exclusiva entre sí y con Providence, accionista actual de Masmovil, en virtud del cual: (i) determinaron las aportaciones de capital a realizar por KKR, Cinven y Masmovil a una sociedad que participaba íntegramente en el oferente de manera indirecta; (ii) regularon el compromiso de obtención por parte de KKR, Cinven y Providence de la restante financiación necesaria para la ejecución de la operación, incluyendo financiación a través de deuda; y (iii) determinaron las normas de conducta, de cooperación y de toma de decisiones a seguir por los inversores en relación con la OPA y sus términos. Asimismo, en los compromisos irrevocables suscritos entre el oferente y tres accionistas vendedores distintos de Providence, dichos accionistas vendedores asumieron un compromiso de reinversión en el socio único del oferente en caso de que la OPA tuviera un resultado positivo.



2.3.2. Acuerdos entre el oferente y Target

Un primer tipo de acuerdos son los acuerdos de *break-up fee* suscritos entre el oferente y Target y que pueden ser recíprocos como en la OPA sobre Europac.

En la OPA sobre Europac, el oferente se comprometió a pagar una comisión a Target si los accionistas del oferente no aprobaban la OPA en la Junta General del oferente y, siempre y cuando, una OPA competidora no fuese respaldada por el Consejo de Administración de Target. El oferente asumió dicho compromiso indemnizatorio en virtud de un acuerdo suscrito con Target, y en virtud del cual Target se obligaba a compensar al oferente por los gastos de preparación de la OPA a través de la comisión prevista en el artículo 42.4 del RD 1066/2007.

Según el artículo 42.4 del RD 1066/2007, se podrá pactar una comisión entre el primer oferente y Target, pagadera a dicho oferente, en concepto de gastos de preparación de la OPA en el supuesto de que, por presentarse otras OPAs competidoras, la suya no prospere. Según dicho precepto, el importe de la comisión no podrá ser superior al 1% del importe total efectivo de la OPA, deberá ser aprobada por el Consejo de Administración de Target, con el informe favorable de los asesores financieros de Target, así como detallarse en el folleto explicativo de la OPA. Además de en la OPA sobre Europac, esta comisión se pactó en las recientes OPAs sobre BME y Masmovil.

En la OPA sobre Tecno.com se pactó un acuerdo de *break-up fee* en virtud del cual el oferente se comprometió a compensar a Target en el caso de que la OPA decayese o no prosperase por (i) no haberse aprobado el acuerdo de ampliación de capital por la Junta General extraordinaria de accionistas del oferente o no haberse celebrado la Junta; o (ii) no haberse cumplido la condición mínima de aceptación a la que se había sujetado la OPA (salvo que el oferente hubiera renunciado a su cumplimiento o la misma hubiera quedado automáticamente sin efecto). El oferente asumió dicho compromiso en virtud de un contrato de compromisos irrevocables que suscribió con accionistas vendedores titulares, conjuntamente, de un 52,702% de las acciones de Target.

Un segundo tipo de acuerdo es el contrato entre el oferente y Target, regulador de las relaciones entre ellos en situaciones de OPA. Son acuerdos habituales en otras jurisdicciones (como el Reino Unido) y poco frecuentes en la práctica española. Este tipo de acuerdos únicamente se han suscrito en las OPAs sobre Europac y sobre Masmovil. En la OPA sobre BME no existió tal acuerdo entre el oferente y Target, pero el oferente dirigió una carta al Consejo de Administración de Target en la que se explicaban los principales términos de la OPA, determinados planes e intenciones en relación con la combinación de los negocios del oferente y Target, así como determinados compromisos que el oferente estaría dispuesto a asumir para la obtención de las autorizaciones regulatorias necesarias para la ejecución de la OPA. Asimismo, el oferente y Target suscribieron en la misma fecha de la carta anteriormente mencionada otra carta separada en virtud de la cual se pactó la *break-up fee* descrita anteriormente.

En la OPA sobre Europac, dentro del propio “acuerdo de *break fee*” se fijaban también los términos de la colaboración entre el oferente y Target en relación con la OPA. Este acuerdo contenía ciertas disposiciones que son de especial relevancia (entre otras):

(i) la asunción de determinadas obligaciones negativas por parte de Target (por ejemplo, en relación con la gestión del negocio hasta que se produjera la adquisición efectiva por parte del oferente de las acciones de Target, en relación con distribuciones a los accionistas o pagos a los consejeros, iniciación de procedimientos judiciales, etc.);

(ii) el compromiso por parte de Target de no realizar actuaciones que puedan frustrar la OPA;

(iii) el compromiso de Target de aceptar la inclusión de un determinado texto en el anuncio previo de la OPA mostrando la opinión favorable del Consejo de Administración de Target sobre la OPA con carácter preliminar (aunque, como explicaremos en el apartado 2.5 siguiente, este texto no se llegó a incluir en el anuncio previo de la OPA); o

(iv) la expectativa del oferente de que el informe que prepare el Consejo de Administración de Target en relación con la OPA contenga una opinión favorable sobre la OPA en la medida en que la OPA ha sido considerada amistosa y atractiva.

En la OPA sobre Masmovil, el acuerdo suscrito entre el oferente y Target adoptó la forma de “acuerdo de inversión”, que tenía como finalidad principal, además de fijar las comisiones pagaderas por Target al oferente, acordar los términos de la colaboración entre el oferente y Target en relación con la OPA. En particular, el acuerdo de inversión recogió, entre otras cuestiones, que el Consejo de Administración de Target reconocía su opinión positiva sobre la OPA y su precio ya que considera que se trata de una oportunidad para la creación de valor para los accionistas y otros *stakeholders* de Target y consecuentemente la intención preliminar del Consejo de Administración de Target era pronunciarse de forma positiva sobre la OPA en el informe requerido por el artículo 24 del RD 1066/2007. Asimismo; Target se comprometía a pagar ciertas comisiones al oferente en ciertos supuestos (entre otros, porque la OPA no prospere bajo ciertas condiciones, porque la Junta General de Target apruebe operaciones que requieran autorización de la Junta General de conformidad con el artículo 160 f) del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (la **LSC**) (salvo ciertas operaciones que se excluyen expresamente), o porque la OPA no se liquide por no haberse cumplido alguna condición a la que estuviera sujeta (o el oferente no hubiera renunciado a la misma); (iii) el oferente confirmó a Target que no tenía objeción a que esta continuase durante el proceso de la OPA con la implementación de su estrategia de M&A e infraestructuras; y (iv) en el caso de que la OPA prosperase, el oferente se comprometía a negociar con el equipo gestor de Target un nuevo plan de incentivos que sustituyera al entonces vigente.



2.4. Particularidades de la actuación del oferente en la OPA

En las dos OPAs voluntarias más recientes (las OPAs sobre BME y Masmovil), además de en la OPA voluntaria de Hochtief sobre Abertis (inicialmente formulada como una OPA competidora), el oferente presentó directamente ante la CNMV la solicitud de autorización de la OPA en lugar de, como venía siendo la práctica de mercado, publicar el anuncio previo de la OPA, dando a conocer su decisión de formular la OPA primero y, posteriormente, presentar ante la CNMV la solicitud de autorización (que debe realizarse en un plazo máximo de un mes desde la publicación del anuncio previo de la OPA). La eliminación del trámite del anuncio previo permite al oferente acortar en cierto modo los plazos del proceso de OPA.

En segundo lugar, es relevante tomar nota de la práctica de “*stake building*”, es decir, la compra de valores de Target por parte del oferente (o personas relacionadas con él) con carácter previo a la formulación de una OPA.

Existió *stake building* en las OPAs sobre Axiare, NH, Barón de Ley, Bodegas Bilbaínas, Hispania, Telepizza, DIA y GAM. En contraste, en la OPA sobre Parques Reunidos el oferente realizó sucesivas adquisiciones de acciones de Target tras el anuncio previo de la OPA, lo que llevó a que la condición de aceptación mínima a la que se había sujetado inicialmente la OPA quedase automáticamente sin efecto en virtud de lo establecido en el artículo 32.3 del RD 1066/2007. También se realizaron adquisiciones de acciones tras la formulación de la OPA en las OPAs obligatorias sobre Barón de Ley y sobre NH.

Finalmente, en relación con la actuación del oferente, otro hito relevante es la realización de un proceso de *due diligence* sobre Target por parte del oferente previo a la formulación de la OPA. Este ha sido el caso en 10 OPAs²² desde 2017.

2.5. Actuación del Consejo de Administración de Target

Dentro del deber de neutralidad al que quedan sometidos los consejeros de Target (de conformidad con el artículo 28 del RD 1066/2007), una tendencia identificada en las OPAs formuladas desde 2017 son las declaraciones de apoyo a una OPA voluntaria por parte del Consejo de Administración de Target con carácter previo a la autorización de la OPA y la emisión del informe del Consejo de Administración de Target. Este tipo de declaraciones existieron en las OPAs sobre BME y Masmovil. En la OPA sobre Hispania este tipo de declaración se produjo tras el incremento del precio por parte del oferente una vez la OPA se había autorizado por la CNMV. En las OPAs sobre DIA y sobre Europac existieron declaraciones del Consejo de Administración de Target tras la formulación de la OPA, pero no se trataron de declaraciones de apoyo a la OPA. En particular:

En el caso de la OPA sobre Masmovil, Target publicó una comunicación de otra información relevante en la que se recogía la opinión preliminar del Consejo de Administración de Target sobre la OPA y, en particular, se señalaba lo siguiente: “Sin perjuicio del informe sobre la Oferta que deberá emitir en los términos y en el plazo previstos en la normativa aplicable, una vez que la CNMV, en su caso, autorice la Oferta, el Consejo de Administración entiende que se trata de una operación beneficiosa para los accionistas y demás stakeholders de la Sociedad, que confirma también la plena confianza del Oferente en la estrategia, proyecto empresarial e historia de éxito de MASMOVIL”.

En el caso de la OPA sobre BME, Target publicó una comunicación de hecho relevante el mismo día de presentación de la solicitud de autorización de la OPA en la que explicó detalladamente los términos en los que el oferente había planteado la OPA y en la que se recogió, entre otras cuestiones, lo siguiente en relación con la opinión

del Consejo de Administración de Target sobre la OPA: “A la vista de todo lo anterior, el Consejo de Administración ha calificado la Oferta y la Transacción como amistosas, si bien se reserva la opinión definitiva hasta el momento en que conozca todos sus términos y condiciones, y en particular hasta el momento en que pueda valorar en toda su extensión las consecuencias que el plan industrial propuesto por SIX pueda tener para la integridad y estabilidad de los mercados, sistemas e infraestructuras españoles gestionados por BME”.

Es especialmente significativo el caso particular de la OPA sobre Hispania. El oferente publicó un hecho relevante informando de su decisión de incrementar el precio de la OPA en el que se refirió a la opinión del Consejo de Administración de Target acerca de la OPA: “Hispania ha confirmado al Oferente que considera que la Oferta al Precio de la Oferta Revisado es atractiva y que el Consejo de Administración de Hispania recomendará unánimemente la Oferta al Precio de la Oferta Revisado a los accionistas de Hispania y que todos los consejeros de Hispania han acordado aceptar la Oferta revisada con respecto a la totalidad de su participación en Hispania constituida, en su conjunto, por un total de 48.108 acciones representativas del 0,044% del capital social de Hispania”. En la misma línea, Target publicó una comunicación de hecho relevante ese mismo día que incluyó lo siguiente acerca de la opinión del Consejo de Administración de Target acerca de la OPA modificada: “El Consejo de Administración de Hispania ha evaluado y analizado junto a sus asesores la propuesta vinculante recibida del Oferente, y ha concluido que el Precio de la Oferta Revisado de 18,25 euros por acción es adecuado”, así como “Tal como se manifiesta en dicho hecho relevante, Hispania ha confirmado al Oferente que

²² Tecnocom, Clínica Baviera, Saeta Yield, Europac, Telepizza, Natra, GAM, Parques Reunidos, BME y Masmovil.



considera atractivo el Precio de la Oferta Revisado, que el Consejo de Administración de la Sociedad recomendará unánimemente la Oferta al Precio de la Oferta Revisado a los accionistas de Hispania y que todos los consejeros de Hispania han decidido aceptar la Oferta con respecto a sus respectivas participaciones accionariales”.

En la OPA sobre DIA, el día siguiente de la publicación del anuncio previo de la OPA, Target publicó una comunicación de hecho relevante en la que se recogía, entre otras cuestiones, que el Consejo de Administración de Target, tras haber realizado una revisión preliminar del anuncio previo de la OPA con la asistencia de sus asesores, considera:

“[...] que el anuncio de la Oferta pone de manifiesto el atractivo del negocio de la Sociedad. Adicionalmente, el Consejo de Administración constata la alineación del plan de transformación basado en seis pilares del Oferente para la Sociedad con el plan estratégico de DIA, que refleja el trabajo conjunto llevado a cabo por el equipo directivo del Grupo y el Consejo de Administración durante el año 2018. Sentado lo anterior, el Consejo de Administración emitirá su opinión sobre la Oferta (incluyendo, entre otros aspectos, sobre la contraprestación ofrecida y sus condiciones) una vez que se autorice la Oferta y se publique el folleto explicativo, de conformidad con la normativa de ofertas públicas de adquisición de valores”.

En la OPA sobre Europac, como hemos señalado en el apartado 2.3.2 anterior, Target había asumido en virtud del contrato de *break fee* suscrito con el oferente el compromiso de Target de aceptar la inclusión de un determinado texto en el anuncio previo de la OPA mostrando la opinión favorable del Consejo de Administración de Target sobre la OPA con carácter preliminar. Sin embargo, este texto

no fue incluido en el anuncio preliminar de la OPA que finalmente se publicó. El mismo día de la publicación del anuncio previo, Target publicó un hecho relevante en el que se recogió, entre otras cuestiones, la siguiente declaración: *“Los miembros del Consejo de Administración del Grupo Europac se pronunciarán sobre dicha OPA en la fecha establecida por la normativa aplicable, una vez la CNMV autorice la OPA y el Consejo reciba los informes financieros y el asesoramiento legal necesarios”.*

Un segundo aspecto a analizar de la actuación de Target es el contenido del informe que debe emitir el Consejo de Administración de Target en relación con la OPA de conformidad con el artículo 24 del RD 1066/2007. En 14 OPAs²³ el informe fue favorable a la OPA y aprobado por unanimidad. Únicamente en la OPA sobre Masmovil el informe del Consejo de Administración fue favorable pero no aprobado por unanimidad²⁴. En las OPAs sobre Abertis (Atlantia)²⁵ y Axiare²⁶, el informe emitido por el Consejo de Administración de Target fue favorable, pero con reservas. Únicamente en la OPA sobre NH el informe del Consejo de Administración fue desfavorable a la OPA²⁷.

Por último, nos referiremos a las denominadas *“fairness opinions”*, esto es, opiniones que el Consejo de Administración de Target solicita de sus asesores financieros en relación con el precio de la OPA. En 17 OPAs²⁸ el Consejo de Administración de Target solicitó una *fairness opinion* de un asesor financiero sobre el precio de la OPA. Únicamente la *fairness opinion* solicitada por el Consejo de Administración de NH en relación con el precio de la OPA la opinión del asesor financiero (en este caso Bank of America Merrill Lynch International Limited) fue desfavorable.

2.6. Condiciones a las que está sometida la OPA

En 14²⁹ de las 20 OPAs que se han formulado desde 2017 se han incluido condiciones de aceptación mínima de un número determinado de valores de Target, de conformidad con el artículo 13.2.b) del RD 1066/2007. En 12 OPAs³⁰ se han incluido condiciones relativas a la autorización por parte de autoridades de defensa de la competencia de conformidad con el artículo 26.1 del RD 1066/2007.

El elenco de condiciones que se han fijado con arreglo al artículo 13.2.d) del RD 1066/2007 (“Cualquier otra que sea considerada conforme a derecho por la Comisión Nacional del

Mercado de Valores”) en las OPAs desde 2017 y hasta la fecha de publicación de esta Guía incluye las siguientes condiciones:

- la aceptación por accionistas vendedores que han suscrito compromisos irrevocables (Clínica Baviera, Saeta Yield y Natra);
- la aceptación mínima de contraprestación en acciones en el supuesto de OPAs de canje (Abertis (Atlantia) y Abertis (Hochtief) (inicialmente));
- la aprobación de emisión de acciones nuevas del oferente para atender el canje en OPAs de canje (Abertis (Atlantia));

²³ TecnoCom, Clínica Baviera, Abertis (Hochtief), Saeta Yield, Hispania, Europac, Barón de Ley, Bodegas Bilbaínas, Telepizza, DIA, Natra, GAM, Parques Reunidos y BME.

²⁴ El informe elaborado por el Consejo de Administración de Masmovil en relación con la OPA fue aprobado por mayoría de los miembros del Consejo de Administración asistentes a la reunión. En dicho informe se incluyó la opinión individual discrepante de un consejero con la expresada de forma colegiada por el Consejo de Administración, al entender que el precio de la OPA no sería satisfactorio por ciertas razones detalladas en el informe.

²⁵ El Consejo de Administración de Abertis valoró la OPA de manera positiva y atractiva desde el punto de vista industrial, pero consideró que el valor de la contraprestación en efectivo era mejorable.

²⁶ El Consejo de Administración de Axiare valoró positivamente el precio de la OPA, por lo que su opinión fue favorable respecto a la OPA, aunque consideró que la contraprestación ofrecida no agota el valor intrínseco de las acciones de Axiare en la OPA y lo consideró, por tanto, mejorable.

²⁷ El Consejo de Administración de NH consideró que el precio de la OPA no recogía adecuadamente el valor de sus acciones, por lo que su opinión fue desfavorable a la OPA. El informe fue aprobado por mayoría de los consejeros asistentes, y hubo dos opiniones individuales de consejeros que se adjuntaron al informe de conformidad con el artículo 24.1 del RD 1066/2007, en las que, si bien están de acuerdo con que el precio de la OPA no es adecuado, manifiestan su interés en acudir a la OPA con las acciones que ostenten ya que no están conformes con el proyecto industrial del oferente.

²⁸ Todas las OPAs que se han formulado en España desde 2017 salvo las OPAs de exclusión sobre Sotogrande y Funespaña, y la OPA obligatoria sobre Bodegas Bilbaínas.

²⁹ TecnoCom, Clínica Baviera, Abertis (Atlantia), Axiare, Abertis (Hochtief), Saeta Yield, Hispania, Europac, Telepizza, DIA, Natra, Parques Reunidos, BME y Masmovil.

³⁰ TecnoCom, Abertis (Atlantia), Abertis (Hochtief), Saeta Yield, Hispania, NH, Europac, Telepizza, DIA, Natra, Parques Reunidos y BME.



- la aprobación de la OPA por la Junta General del oferente (NH y Europac);
- la aprobación de un aumento de capital del oferente (Tecnocom);
- la no realización de medidas anti-OPA (DIA³¹);
- el no acaecimiento de cambios sustantivos en Target (Hispania³²);
- la ausencia de negocios de Target con países sancionados (Telepizza³³);
- la obtención de autorizaciones de autoridades regulatorias (Abertis (Atlantia y Hochtief³⁴) y Masmovil³⁵).

Hay condiciones (entre las que podrían estar algunas autorizaciones de menor relevancia) cuyo cumplimiento o incumplimiento se verificará al finalizar el plazo de aceptación, según prevé el artículo 13.2.d) del RD 1066/2007, lo que hace que la OPA pudiera ser autorizada por la CNMV sin que se hayan obtenido todas

autorizaciones. No obstante, ello no es muy frecuente en la práctica. Las condiciones relativas a la obtención de autorizaciones regulatorias son especialmente importantes. Ha sido habitual que las condiciones de naturaleza regulatoria de carácter imperativo se fijen en función de su relevancia, de conformidad con el artículo 26.2 del RD 1066/2007, que establece que la OPA correspondiente no será autorizada por la CNMV hasta que no se acredite la obtención de la correspondiente autorización. La aplicación de este artículo 26.2 fue especialmente controvertido en la OPA de Atlantia sobre Abertis.

Las condiciones asociadas a la obtención de ciertas autorizaciones podrían incluso ser renunciadas por el oferente, como se previó en el caso de la OPA sobre Masmovil, en la que el folleto explicativo de la OPA recogió que, en caso de que la autorización regulatoria no se hubiera obtenido antes del último día del plazo de aceptación de la OPA, el oferente consideraría una renuncia al cumplimiento de dicha condición.

2.7. Exclusión de negociación tras la OPA

Tras una OPA se podrá proceder a la exclusión de negociación de las acciones de Target en ciertos supuestos regulados en el RD 1066/2007. En 14 de las OPAs que han prosperado desde 2017 (y sin tener en cuenta a estos efectos la OPA formulada por Atlantia sobre Abertis, de la que Atlantia desistió tras la formulación de OPA por Hochtief sobre Abertis) se ha producido la exclusión de negociación de las acciones de Target (Tecnocom, Sotogrande, Axiare, Abertis (Hochtief), Saeta Yield, Hispania, Funespaña, Europac, Bodegas Bilbaínas, Telepizza, Natra, Parques Reunidos, BME y Masmovil). La Junta General de Barón de Ley aprobó el pasado 17 de septiembre de 2020 la exclusión de negociación de las acciones de la sociedad, y el 18 de septiembre de 2020 se publicó el anuncio previo de la OPA de exclusión de Barón de Ley. Por lo tanto, cinco de las Targets sobre las que se han formulado OPAs desde 2017 siguen cotizando a la fecha de publicación de esta Guía: Clínica Baviera, NH, Barón de Ley (a la espera de que se autorice la OPA de exclusión por la CNMV y esta se liquide), DIA y GAM.

Las acciones de Sotogrande y de Funespaña fueron excluidas de negociación como consecuencia de la culminación de las respectivas OPAs de exclusión. Las acciones de Axiare fueron excluidas de negociación tras la fusión con el oferente (Colonial, otra sociedad cotizada española).

En el resto de supuestos, las acciones de Target fueron excluidas de negociación tras la liquidación de un *squeeze-out* o de una orden sostenida, mecanismos cuyo funcionamiento se detalla en el Capítulo 3.

Se ha producido la exclusión de negociación de las acciones de Target tras el ejercicio del *squeeze-out* por parte del oferente en las OPAs sobre Tecnocom, Saeta Yield, Europac, Natra y BME.

La orden sostenida ha sido utilizada para proceder a la exclusión de negociación de las acciones de Target tras la OPA en las OPAs sobre Abertis (Hochtief), Hispania, Bodegas Bilbaínas, Telepizza, Parques Reunidos y Masmovil.

³¹ La OPA estaba condicionada a que DIA no emitiera ninguna acción u otros instrumentos convertibles en, o canjeables por, acciones (incluyendo warrants), ni abriese un periodo de suscripción de acciones, antes de que finalice el plazo de aceptación de la OPA.

³² Las condiciones a las que se sujetó la OPA de Hispania en este sentido fueron las siguientes:

- Modificaciones estatutarias como modificar el objeto social, ampliar o reducir el capital social, elevar los quórum de la Junta General, etc.
- Fusión, escisión o cesión global de activos y pasivos.
- Incurción en deuda financiera.
- Venta o gravamen de activos propios por un valor de transacción agregado superior al 5% del valor neto de los activos.

³³ Cese de todas las actividades económicas y negocios de Telepizza en Irán y con contrapartes iraníes.

³⁴ Estas condiciones consistían en la obtención por el oferente de autorización de ciertas autoridades regulatorias brasileñas.

³⁵ Esta condición consistía en la obtención por parte del oferente de la no oposición del Banco de España respecto de la adquisición por el oferente de una participación significativa indirecta en el capital de un establecimiento financiero de crédito entidad de pago en el cual una filial de Target ostenta un 49% del capital social y los derechos de voto.



3. Normativa aplicable, tipología de OPAs y peculiaridades del mercado español

Escenario regulatorio y tipos de OPAs

1. Descripción de la regulación aplicable a las OPAs en España

La principal regulación actual de las OPAs en España se encuentra en la Ley del Mercado de Valores y el RD 1066/2007.

La Ley del Mercado de Valores atribuye la supervisión de los procesos de OPA en España a la CNMV.

Por otra parte, en tanto una OPA, por definición, afecta a una sociedad con valores cotizados en un mercado regulado,

durante el desarrollo de la operación será preciso tener en cuenta, con carácter general, la normativa reguladora de los mercados de valores y las sociedades cotizadas. Cobra especial relevancia en este sentido el Reglamento (UE) n.º 596/2014 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado (**MAR** o **Reglamento de Abuso de Mercado**).

2. Tipos de OPAs

- **OPA obligatoria:** oferta que debe formular, obligatoriamente, quien adquiera el control (en el sentido explicado a continuación) de una sociedad cotizada, ya sea de forma directa o indirecta (si bien, en este último caso, existe la posibilidad de deshacer la posición y evitar la OPA).
- **OPA voluntaria:** se trata de un ofrecimiento público de compra de acciones de una sociedad cotizada por un tercero que no detenta el control.
- **OPA de exclusión:** es la OPA que debe llevarse a cabo tras el acuerdo de Target de excluir de negociación sus acciones (excepto en el caso de que sean de aplicación algunas de las excepciones previstas en el artículo 11 del RD 1066/2007).
- **OPA por reducción:** debe llevarse a cabo si Target realiza una reducción de capital mediante adquisición de acciones propias, con el objetivo de respetar el principio de igualdad de trato de todos los accionistas. Estas operaciones son muy poco frecuentes en el mercado español.



– **OPAs competidoras:** son aquellas que afecten a valores sobre los que, en todo o en parte, haya sido previamente presentada ante la CNMV otra OPA cuyo plazo de aceptación no esté finalizado, siempre que se cumplan los siguientes requisitos: (i) que se formule en cualquier momento desde la presentación de la OPA inicial y hasta el quinto día natural a la finalización de su plazo de aceptación³⁶; (ii) deberá tener por objeto un número de valores no inferior al de la última OPA precedente; (iii) deberá mejorar la última OPA precedente, ya sea elevando el precio o el valor de la contraprestación ofrecida o extendiendo la OPA a un número mayor de valores.

– **OPA indirecta:** OPA obligatoria que debe formularse cuando, como consecuencia de la fusión o toma del control de otra sociedad o entidad que tenga participación directa o indirecta en el capital social de una tercera sociedad cotizada se alcance, directa o indirectamente, el control en la sociedad cotizada.

Como excepción, no será obligatoria la formulación de la OPA cuando, en los 3 meses siguientes a la fecha de fusión o toma de control, (i) se reduzca el exceso de derechos de voto sobre el umbral de control o (ii) se obtenga una dispensa de la CNMV. Hasta entonces, no se podrán ejercer los derechos políticos que excedan del umbral de control aplicable.

– **OPA sobrevenida:** OPA obligatoria que debe formularse cuando se alcance el control de una sociedad cotizada como consecuencia de:

- una reducción de capital en la sociedad cotizada;
- el canje, suscripción, conversión o adquisición de las acciones de una sociedad cotizada;
- variaciones en la autocarera de la sociedad cotizada;
- el cumplimiento de un contrato o compromiso de aseguramiento de una emisión o de una oferta pública de venta de valores de una sociedad cotizada.

También, según el tipo de contraprestación que se satisface a cambio de las acciones de Target, podemos distinguir entre **OPAs en metálico** (cuando la contraprestación es íntegramente en dinero), **OPAs de canje** (cuando la contraprestación es íntegramente en valores del oferente o de un tercero) y **OPAs mixtas** (cuando la contraprestación ofrecida es parte en dinero y parte en valores).

Por último, aunque es un concepto utilizado con mucha frecuencia en la prensa y el sector financiero, no existe en Derecho español un concepto legal de **OPA hostil** (entendida como una OPA no solicitada) términos que hacen referencia a la actitud adoptada por Target y/o sus administradores o socios de referencia en relación con una OPA y las medidas defensivas que, en su caso, puedan adoptarse. Se analiza más en detalle la actuación de los administradores de Target en una OPA en el Capítulo 6 de esta Guía (*Qué hacer y qué no hacer en una OPA*).

Anuncio de una OPA

3. ¿En qué momento es necesario el anuncio de una OPA y cuáles son sus consecuencias?

En el caso de la OPA obligatoria, cualquier persona que alcance el control (tal y como este se define en el RD 1066/2007, ver apartado 25 siguiente) de una sociedad cotizada debe informar al mercado inmediatamente a través de la correspondiente comunicación de información privilegiada.

En el supuesto de la OPA voluntaria, tan pronto como el oferente toma la decisión de formular la OPA deberá informar al mercado a través de la comunicación de información privilegiada.

El anuncio formal de una OPA tiene una serie de consecuencias prácticas, tanto para el oferente como para Target:

- La OPA se vuelve irrevocable (salvo causas tasadas contenidas en el RD 1066/2007 tal y como se recoge en el apartado 4 siguiente).
- Cualquier OPA que se presente con posterioridad a esta se considerará una OPA competidora.

- Se imponen limitaciones a la actuación del oferente y de Target (ver apartado 23 siguiente y Capítulo 6 de esta Guía (*Qué hacer y qué no hacer en una OPA*)).
- El momento de realización del anuncio de la OPA influye en el cálculo de: (i) el “precio equitativo” al que deberán formularse las OPAs obligatorias (ver apartado 11 posterior); y (ii) el precio, en su caso, de la OPA de exclusión (ver apartado 18 siguiente).
- En caso de que el oferente o personas con las que actúe concertadamente hayan adquirido en los 12 meses previos al anuncio de la oferta valores que confieran el 5% o más de los derechos de voto de Target, se establece la obligación de que la OPA incluya, al menos como alternativa, una contraprestación o precio en efectivo equivalente financieramente, como mínimo, al canje ofrecido.

³⁶ Este requisito temporal no es de aplicación para las OPAs competidoras obligatorias, que podrán presentarse hasta el último día del plazo de aceptación de la OPA precedente. La OPA competidora deberá formularse inmediatamente tras la adquisición de control y, en todo caso, dentro de los cinco días hábiles siguientes. A partir del día siguiente a la publicación del anuncio de la OPA competidora, se modificará el plazo de aceptación de la OPA inicial con el fin de que los plazos de aceptación de todas las OPAs finalicen el mismo día.



4. Una vez anunciada una OPA, ¿es revocable?

Las OPAs obligatorias son irrevocables en Derecho español. Tan pronto como se haya alcanzado el control, el oferente debe anunciar la OPA y únicamente podrá desistir de esta en los siguientes supuestos:

- (a) Cuando, por circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente, la OPA no pueda realizarse o resulte manifiesta su inviabilidad, siempre que se haya obtenido la previa conformidad de la CNMV.
- (b) En caso de una OPA que esté sometida a autorización por las autoridades de defensa de la competencia, si antes de la expiración del plazo de aceptación de la OPA: (i) no hubiera recaído resolución expresa o tácita de las autoridades de defensa de la competencia; (ii) la autorización de las autoridades de defensa de la competencia se sujeta al cumplimiento de alguna condición; o (iii) las autoridades de defensa de la competencia declarasen improcedente la operación propuesta.
- (c) Cuando se mantuviera una OPA competidora no sujeta a condición que mejore los términos de la OPA precedente.

Si el oferente desiste de la OPA obligatoria, deberá reducir su participación por debajo del umbral del 30% o resolver el acuerdo en virtud del cual se hubiera alcanzado tal participación, dentro del plazo de tres meses desde la adquisición de control.

Una vez anunciadas, las OPAs voluntarias se convierten también en irrevocables. El oferente únicamente podrá desistir de una OPA voluntaria, además de en los supuestos (a) y (b) anteriores, en los siguientes casos:

- (a) Cuando se autorice una OPA competidora.
- (b) Cuando la Junta General de Target adopte alguna decisión que haga que la OPA sea imposible de mantener (a juicio del oferente), siempre que se haya obtenido la previa conformidad de la CNMV.

5. Una vez anunciada la OPA, ¿se puede modificar?

El oferente podrá modificar las características de la OPA en cualquier momento antes de los últimos cinco días naturales previstos para su aceptación, siempre que implique un trato más favorable para sus destinatarios y se respete el principio de igualdad de trato.

La decisión o acuerdo de modificación de la OPA deberá acreditarse por el oferente en un suplemento al folleto

explicativo de la OPA, y la modificación estará sujeta a autorización de la CNMV. La CNMV, si lo considera necesario, podrá ampliar el plazo de aceptación de la OPA.

El Consejo de Administración de Target deberá emitir un informe sobre la OPA incluyendo las modificaciones efectuadas.

6. ¿Cuál es el siguiente paso, tras el anuncio formal de una OPA?

En una OPA voluntaria, el oferente debe presentar la solicitud de autorización de la OPA en la CNMV, durante el mes siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la OPA.

En una OPA obligatoria, el oferente debe presentar la solicitud de autorización de la OPA ante la CNMV durante el mes siguiente a la fecha en la que surja la obligación de

formular la OPA, esto es, cuando adquiriera efectivamente control (salvo en el caso de OPAs obligatorias por tomas de control indirectas o sobrevenidas, en las que el plazo será de tres meses).

En ambos casos, la documentación complementaria requerida por la normativa podrá presentarse al tiempo de la solicitud o durante los siete días hábiles siguientes.

Due diligence

7. ¿Es común llevar a cabo ejercicios de due diligence de Target?

La normativa española no regula específicamente la realización de una *due diligence*. Sin embargo, en la práctica, es habitual que se lleven a cabo ejercicios de *due diligence* con carácter previo a la formulación de una OPA en caso de que el Consejo de Administración de Target acceda a ello.

De llevarse a cabo un ejercicio de *due diligence* de Target, será necesario:

– Asegurar el respeto del principio de igualdad informativa entre oferentes competidores: La consecuencia práctica es que la información facilitada para la *due diligence* por Target a cualquier oferente o potencial oferente debe ser puesta a disposición de cualquier otro oferente o potencial oferente de buena fe cuando específicamente así lo requiera.

– Poner especial atención en cumplir con la normativa de abuso de mercado en cuanto a la prohibición de uso de información que pueda tener el carácter de privilegiada y a la que se haya accedido en el proceso de *due diligence*. El MAR señala que el mero hecho de que una persona posea información privilegiada que haya obtenido en el transcurso de una OPA y utilice dicha información privilegiada con el objeto de llevar a cabo dicha OPA, no llevará a entender que ha utilizado la información privilegiada y que, por tanto, ha realizado operaciones con dicha información, siempre que en el momento de la aceptación de la OPA por los accionistas de Target toda información privilegiada se haya hecho pública o haya dejado de ser información privilegiada (*"cleansing"*).

8. ¿Puede Target requerir a un oferente la firma de un compromiso de no realizar operaciones con acciones de Target (*standstill*)?

No existen previsiones legales específicas en relación con compromisos contractuales de no realización de operaciones con las acciones de Target (*standstill*) en una OPA. El RD 1066/2007 establece una prohibición legal para el oferente (y las personas que actúen en concierto con el

oferente) de transmitir acciones de Target hasta la liquidación de la OPA. No obstante, el oferente (y las personas que actúen en concierto con él) podrán adquirir acciones de Target fuera de la OPA, pero con ciertas consecuencias (ver punto 11 a continuación).

Protección de la operación

9. ¿Puede Target ofrecer una comisión por los gastos de preparación de la OPA (*break-up fee*) a un oferente?

Sí, pero únicamente al primer oferente. La comisión en concepto de gastos de preparación de la OPA debe estar sujeta al cumplimiento de las siguientes condiciones (cumulativas): (i) la comisión no puede exceder del 1% del

importe total de la OPA; (ii) debe ser aprobada por el Consejo de Administración de Target; (iii) debe obtenerse informe favorable de los asesores financieros de Target; y (iv) debe detallarse en el folleto explicativo de la OPA.

10. ¿Están permitidos los compromisos irrevocables de accionistas?

Los compromisos irrevocables de accionistas están permitidos y son práctica común de mercado en OPAs voluntarias dependiendo de las circunstancias específicas de la OPA que se vaya a formular.

Los compromisos irrevocables fuertes, siempre que sean firmes y no estén sometidos a condición alguna, podrían afectar a la calificación de una OPA como voluntaria.



Consecuencias de las operaciones con acciones de Target o con los valores ofrecidos en contraprestación por parte del oferente

11. ¿La adquisición por parte del oferente (o de las personas que actúen en concierto con él) de acciones de Target antes de formular una OPA tiene implicaciones en los términos de cualquier OPA subsiguiente?

Sí. La adquisición de acciones antes de formular la OPA puede tener consecuencias para una OPA futura:

- Si la adquisición resulta en la adquisición, por parte del oferente, del control de Target, la OPA se convertirá en obligatoria.
- Determinará el “precio equitativo”, que, en el caso de que el oferente, o personas concertadas con él, hayan adquirido valores de Target en los 12 meses previos al anuncio de la OPA. Aquel se define como el precio más elevado

pagado por el oferente o por personas que actúen concertadamente con él por las acciones de Target dentro de los 12 meses previos al anuncio de la OPA.

- En el supuesto de OPAs de canje o mixtas, si el oferente (o las personas con las que actúe concertadamente con él) ha adquirido en efectivo, en los 12 meses previos al anuncio de la OPA, 5% o más de los derechos de voto en Target, la OPA deberá incluir, al menos como alternativa, una contraprestación en efectivo.

12. ¿Cuáles son los efectos de una adquisición de acciones de Target durante la OPA y al margen de esta?

El oferente podrá adquirir valores de Target en todo momento al margen del procedimiento de OPA. Sin embargo, según el tipo de OPA y la contraprestación ofrecida, dicha adquisición tendrá las siguientes consecuencias:

- Si la OPA estuviera condicionada a la obtención de un número mínimo de aceptaciones, se eliminará dicha condición y cualquier otra a la que se hubiera sometido la OPA.

– Si la adquisición se produce a un precio superior al ofrecido en una OPA en metálico, se incrementará el precio de la OPA hasta el más alto pagado.

- En caso de OPA de canje o mixta, el oferente deberá ofrecer una contraprestación alternativa en metálico equivalente al precio más alto que haya desembolsado.

13. ¿Está permitido que el oferente transmita acciones de Target o valores ofrecidos en contraprestación durante el proceso de OPA?

No. Ni el oferente ni quienes actúen concertadamente con él podrán transmitir acciones de Target hasta la fecha de liquidación de la OPA.

El RD 1066/2007 también prohíbe, en el caso de OPA de canje o mixta, que el oferente (o quienes actúen concertadamente con él) transmitan los valores que se vayan a entregar como contraprestación hasta la liquidación de la oferta. Es una limitación motivada por razones históricas consecuencia de una OPA específica, de carácter parcial, cuya aplicación con carácter general resulta problemática y está falta de justificación.

14. ¿La adquisición de acciones de Target obliga al cumplimiento de obligaciones de comunicación?

Antes de que la OPA se anuncie, la adquisición de derechos de voto está sujeta a comunicación. Según el artículo 23 del Real Decreto 1362/2007³⁷, cualquier adquisición (o cesión) de derechos de voto en Target deberá ser notificada a la CNMV y al mercado cuando como resultado de dicha adquisición o cesión alcance, supere o se reduzca por debajo de los umbrales del 3%, 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 40%, 45%, 50%, 60%, 70%, 75%, 80% y 90% del total de los derechos de voto en Target.

Una vez la OPA se haya anunciado, cualquier adquisición de derechos de voto que alcance o supere el 1% del total de los derechos de voto en Target deberá ser notificada a la CNMV y al mercado. Adicionalmente, los accionistas que ya ostenten una participación del 3% o más de los derechos de voto también deberán declarar cualquier operación que implique un cambio en dicho porcentaje.

³⁷ Real Decreto 1362/2007, de 19 de octubre, por el que se desarrolla la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, en relación con los requisitos de transparencia relativos a la información sobre los emisores cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado de la Unión Europea.



15. ¿Qué tipos de contraprestación están permitidos?

La contraprestación podrá configurarse (i) en efectivo; o (ii) como permuta o canje de valores (ya sean valores emitidos por el oferente, o no) admitidos a negociación en un mercado de algún Estado Miembro de la Unión Europea; o (iii) mediante una combinación de ambos. La OPA deberá incluir una alternativa en efectivo cuando el oferente o las personas con las que actúe concertadamente:

- lleven a cabo una OPA obligatoria; o
- hayan adquirido un 5% de los derechos de voto en efectivo en los 12 meses previos al anuncio de la OPA; o
- lleven a cabo una OPA de canje de valores no cotizados; o
- hayan adquirido valores de Target (o valores de una sociedad distinta a Target cuando estos se hayan ofrecido

como contraprestación) al margen de la OPA desde el anuncio de la OPA y hasta la publicación del resultado de la OPA. Dicha contraprestación en efectivo deberá ser equivalente al precio más alto que hayan desembolsado por dichos valores al margen de la OPA.

En el caso de que los valores sean emitidos por el oferente, la alternativa en efectivo no será obligatoria cuando: (i) su capital esté total o parcialmente admitido a negociación; y (ii) el oferente adquiera el compromiso expreso de solicitar la admisión a negociación de los nuevos valores en un plazo máximo de tres meses a partir de la publicación del resultado de la OPA.

16. ¿Todos los accionistas deben ser tratados por igual?

El RD 1066/2007 establece un principio general de igualdad de trato de los titulares de valores que se encuentren en iguales circunstancias.

El principio de igualdad de trato tiene como objetivo garantizar que todos los accionistas tengan la posibilidad de participar de la prima que el oferente paga por la adquisición del control de la sociedad cotizada.

17. ¿Se requiere algún tipo de garantía sobre el precio de la OPA?

Las obligaciones del oferente bajo la OPA deberán estar garantizadas.

Las OPAs cuya contraprestación consista total o parcialmente en efectivo deberán estar garantizadas con un aval bancario a primera demanda o con un depósito de efectivo en una entidad financiera que garantice en su totalidad el pago de la contraprestación en efectivo frente a los miembros del mercado o sistema de liquidación y frente a los aceptantes de la OPA. La CNMV ha limitado la posibilidad de usar este modo de garantía.

En el caso de OPAs cuya contraprestación consista en valores ya emitidos, deberá justificarse la disponibilidad de los mismos

y su afectación al resultado de la OPA. En el caso de que la contraprestación consista en valores a emitir por el oferente, se establece una regla de actuación: los administradores del oferente deberán actuar *“de modo no contradictorio con la decisión de formular la OPA”*. Como excepción, cuando la CNMV considere que hay un insuficiente grado de seriedad en la formulación de la OPA, requerirá del oferente garantías para asegurar las responsabilidades en que pudieran incurrir por los perjuicios que pudieran ocasionarse en el supuesto de que no llegase a producirse, en los términos previstos, la emisión de los valores.



18. ¿Qué reglas son de aplicación a la determinación del precio de una OPA?

Las OPAs obligatorias deben efectuarse a un precio equitativo.

Como ya se ha señalado en el Capítulo 2 anterior, el precio equitativo se define para un supuesto concreto de manera distinta en función de si se han producido adquisiciones de valores de Target por parte del oferente (o personas que actúen en concierto con él) durante un determinado periodo de tiempo, o no. En el caso de que el oferente, o personas concertadas con él, hayan adquirido valores de Target en los 12 meses previos al anuncio de la OPA, el precio equitativo no podrá ser inferior al precio más elevado que el oferente o personas concertadas con él hubieran pagado y, en caso de que no se hubieran producido tales adquisiciones, el precio equitativo deberá ser igual al “precio de exclusión”, esto es, no podrá ser inferior al precio que resulte de un informe preparado por un experto independiente que deberá estar basado en una combinación de métodos de valoración (el cual se exige en el supuesto de una OPA de exclusión). En cualquier caso, la consideración de un precio determinado como precio equitativo está sujeta al criterio de la CNMV.

En una OPA voluntaria, el oferente puede ofrecer el precio que considere oportuno, si bien puede optar por ofrecer un precio equitativo, lo que tiene varias consecuencias prácticas.

En las OPAs voluntarias que se formulen a un precio equitativo, para superar el test, el oferente deberá aportar un informe de experto independiente (habitualmente una firma de servicios profesionales o un banco de inversión o entidad especializada en valoraciones de empresas) que justifique que el precio ofrecido no está por debajo del precio determinado siguiendo las reglas de valoración para la determinación del precio de las OPAs de exclusión (artículo 10 del RD 1066/2007) u otros criterios de valoración objetivos generalmente aceptados.

En OPAs de canje o mixtas, el oferente deberá indicar el precio en efectivo equivalente que resultaría de aplicar a la ecuación de canje la cotización media ponderada de los valores entregados en canje correspondiente al trimestre anterior al anuncio previo de la OPA.

En una OPA de exclusión, la totalidad del precio debe desembolsarse en metálico y el importe, que será supervisado por la CNMV, no podrá ser inferior al mayor que resulte entre: (i) el precio equitativo, calculado siguiendo las reglas previstas para las OPAs obligatorias; y (ii) el precio que resulte de tomar en cuenta los métodos de valoración previstos en el artículo 10 del RD 1066/2007.

19. ¿El oferente está obligado a llevar a cabo una OPA sobre todos los derechos de suscripción de acciones y opciones sobre acciones que existan?

Sí. Las OPAs obligatorias deberán dirigirse no sólo a todos los titulares de acciones de Target, sino también a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones y de obligaciones convertibles y canjeables en ellas.

La OPA, además, podrá dirigirse a todos los titulares de *warrants* o de otros instrumentos financieros que den opción a la adquisición o suscripción de acciones de Target, en cuyo caso deberá dirigirse a todos los titulares de dichos instrumentos.

20. ¿Se permite que un oferente incluya condiciones a la OPA?

Las OPAs obligatorias únicamente pueden estar condicionadas a la autorización de las autoridades de defensa de la competencia.

Las OPAs voluntarias únicamente podrán someterse a aquellas condiciones reflejadas expresamente en el RD, que son:

– aprobación de determinados acuerdos por la Junta General de Target;

- aceptación de la OPA por un determinado número mínimo de valores de Target;
- aprobación de la OPA por la Junta General del oferente; y
- cualquier otra condición que sea considerada conforme a Derecho por la CNMV.

Posibles defensas por parte de Target frente a una OPA

21. ¿Podrán llevarse a cabo actuaciones por el Consejo de Administración de Target encaminadas a dificultar una OPA?

La regla general es el deber de neutralidad de los administradores de Target desde el anuncio por el Oferente de su decisión de formularla, que busca garantizar el principio de libre decisión de los accionistas. Este deber de neutralidad impone a los administradores la obligación de no impedir que sean los accionistas quienes valoren la OPA en los términos en que se ha formulado, con su libre decisión de aceptarla o no.

Desde el anuncio de la OPA hasta la publicación de su resultado, los administradores no podrán ejercer ninguna de sus facultades con la finalidad de frustrar la OPA sin autorización previa de la Junta General. El RD 1066/2007 recoge varios ejemplos de actuaciones que se pueden considerar como encaminadas a impedir el éxito de la OPA:

– Emisión de valores (acciones, *warrants*, obligaciones convertibles, etc.).

– Operaciones sobre valores (compraventas de autocarartera o acciones del oferente en una OPA de Canje, la entrada en el capital de un tercero relacionado con los administradores – *white squire* –, etc.).

– Operaciones sobre inmuebles u otros activos importantes (*crown jewels tactic*).

– Reparto de dividendos.

En la práctica, la única excepción que existe al deber de neutralidad del Consejo de Administración es la búsqueda activa de otros oferentes (*white knight*), lo cual se permite ya que favorece los intereses de los accionistas al ampliar las posibilidades de elección y poder mejorar las condiciones en las que puedan vender los valores a los que la OPA se dirige si se presentan ofertas competidoras, aparte de las actuaciones u operaciones que sean expresamente autorizadas por la Junta General de Accionistas de Target.

Papel de los órganos sociales de Target en una OPA

22. ¿Cuál es el papel de los órganos sociales de Target en una OPA?

El Consejo de Administración de Target debe emitir y publicar un informe detallado y motivado sobre la OPA, con el objetivo de que los accionistas puedan tomar una decisión informada sobre la OPA. Dicho informe no será vinculante.

El Consejo de Administración de Target puede valorar la conveniencia de llevar a cabo las actuaciones descritas en el apartado anterior como excepción al deber de

neutralidad (búsqueda de ofertas competidoras u actuaciones u operaciones expresamente autorizadas por la Junta General de Accionistas).

La aceptación de la OPA por los accionistas de Target no se instrumenta a través de un acuerdo de la Junta General de Accionistas de Target, sino que la aceptación debe ser individual de cada accionista.

Limitación de la actuación del oferente

23. ¿Qué prohibiciones son de aplicación a la actuación del oferente en una OPA?

Las prohibiciones a la actuación del oferente durante una OPA son las siguientes:

– **Prohibición de difundir información no recogida en el anuncio de la OPA:** desde el anuncio de la OPA hasta su presentación, el oferente no podrá difundir o publicar información sobre la OPA que no conste en el anuncio.

– **Prohibición de ejercer los derechos políticos que excedan del umbral de control:** en caso de OPA obligatoria, hasta la autorización de la OPA, el oferente y quienes actúen concertadamente con él no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso sobre el umbral de OPA (30%) ni designar (directa o indirectamente) a ningún miembro adicional de los órganos de administración o dirección de Target.

– **Prohibición de transmisión de las acciones de Target:** ni el oferente ni quienes actúen concertadamente con él podrán transmitir acciones de Target hasta la fecha de liquidación de la OPA.

– **Prohibición de transmisión de los valores ofrecidos en contraprestación en una OPA de canje o mixta:** el oferente y quienes actúen concertadamente con él no podrán transmitir los valores que se vayan a entregar como contraprestación hasta la liquidación de la OPA (ello sin perjuicio de lo señalado en la pregunta 13).



Estructura(s) de la OPA y calendario

Adquisición de las acciones de accionistas minoritarios

24. ¿Qué mecanismos están a disposición del oferente para lograr adquirir el 100% del capital de Target?

Tras una OPA dirigida a la totalidad de las acciones de Target (ya sea obligatoria o voluntaria), el oferente podrá adquirir todas las acciones restantes por un precio equitativo (el de la OPA) a través del derecho de compra forzosa (*squeeze-out*) si se cumplen los dos requisitos siguientes en la fecha de liquidación de la OPA: (i) que el oferente sea titular de valores que representen al menos un 90% del capital social con derecho a voto de Target; y (ii) que la OPA previa hubiera sido aceptada por titulares de valores que representen al menos el 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido la OPA. La intención de ejercitar estos derechos debe anunciarse en el folleto explicativo. En las mismas circunstancias, los accionistas que no

hubiesen vendido sus acciones en la OPA también dispondrán del derecho correlativo de venta forzosa al oferente.

Asimismo, cuando se haya realizado con anterioridad una OPA dirigida a la totalidad de las acciones de Target (ya sea obligatoria o voluntaria) en la que se hubiera manifestado la intención del oferente de excluir las acciones de Target de negociación y, además se justifique el precio mediante un informe de valoración, se podrá proceder a la exclusión a través de la formulación de la denominada “orden sostenida de compra”. Esta orden debe realizarse al mismo precio que el de la OPA previa y tener una vigencia de al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la OPA precedente.

Reglas relativas a las OPAs obligatorias

25. ¿Cuándo surge la obligación de formular una OPA Obligatoria?

Una persona estará obligada a formular una OPA obligatoria si dicha persona adquiere el control de una sociedad cotizada, lo que ocurre cuando:

- adquiera acciones u otros valores que confieran, directa o indirectamente, un 30% o más de los derechos de voto de una sociedad cotizada;
- se concierte con otros accionistas a este fin o
- dentro de los 24 meses siguientes a la fecha de adquisición de acciones que otorguen un porcentaje inferior al 30% de los derechos de voto, designe a un número de consejeros que, unidos a los que ya hubiera

designado, representen más de la mitad de los miembros del órgano de administración de Target.

La adquisición de control podría obtenerse mediante: (i) una adquisición directa o indirecta de acciones u otros valores que confieran un 30% o más de los derechos de voto; o (ii) por medio de acuerdos con otras personas ya sean expresos o tácitos, orales o escritos, con el fin de obtener el control de Target.

La normativa prevé ciertas excepciones a la obligación de promover una OPA obligatoria, algunas de las cuales son de aplicación automática, mientras que otras requieren autorización expresa de la CNMV.

26. ¿Existe dispensa a la obligación de formular OPA obligatoria?

Sí, pero únicamente para el supuesto de OPA obligatoria por haber alcanzado el umbral del 30%.

Quien individualmente o de manera concertada haya alcanzado un 30% o más de los derechos de voto de Target, pero no alcance de hecho el control de dicha sociedad por existir otra persona que de manera individual o conjunta tiene una participación igual o superior (el “accionista de contrapeso”), aunque tiene la obligación de formular OPA, podrá solicitar a la CNMV la dispensa de esa obligación. Dicha dispensa debe concederse si se da la referida circunstancia.

Sin embargo, la dispensa está sometida a dos condiciones:

(i) que el accionista de contrapeso no rebaje su participación por debajo de la del accionista dispensado; y (ii) que el accionista dispensado no designe a más de la mitad de los miembros del Consejo de Target.

La intención de solicitar la dispensa deberá anunciarse al mismo tiempo que se anuncia el hecho de haber alcanzado o superado la participación del 30%.

En caso de que no se cumplan las condiciones para la dispensa, se activará de nuevo la obligación de formular una OPA a no ser que el oferente reduzca su participación en Target por debajo del 30% o resuelva el pacto o acuerdo que confería el control.



27. ¿Se prevén excepciones a la obligación de formular una OPA obligatoria tras adquirir el control?

En caso de que, como resultado de una OPA voluntaria, el oferente supere el 30% de los derechos de voto en Target, el oferente estará exceptuado de formular una OPA obligatoria subsiguiente si se cumple alguno de los siguientes requisitos:

- que el precio reúna los requisitos para ser considerado como “precio equitativo”; o
- que la OPA sea aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido (excluyendo las aceptaciones obtenidas a través de compromisos irrevocables).

Otras de las excepciones del RD 1066/2007 más relevantes son:

- **Adquisición de control como consecuencia de una operación de “salvamento”:** son operaciones cuya finalidad es garantizar la recuperación financiera a largo

plazo de Target cuando viabilidad esté en peligro. El control será consecuencia de la adquisición de acciones o, más frecuentemente, de la capitalización de créditos.

- **Fusión:** cuando los accionistas de la sociedad afectada alcancen en Target, directa o indirectamente, el 30% o más de los derechos de voto y siempre que no hubiesen votado a favor de la fusión en la Junta General de la sociedad afectada y que pueda justificarse que la operación no tiene como objetivo principal la toma de control sino un objetivo industrial o empresarial.

En ambos casos, corresponderá a la CNMV acordar, en un plazo no superior a 15 días desde la presentación de la correspondiente solicitud de excepción, que no resulta exigible una OPA. No obstante, no será necesario el visto bueno de la CNMV para aquellas operaciones de salvamento realizadas como consecuencia directa de un acuerdo de refinanciación homologado judicialmente.

28. ¿Cuál es el precio que se debe fijar para las OPAs obligatorias?

Las OPAs obligatorias deben efectuarse a un precio equitativo.

Si no hubiera habido adquisición previa de acciones de Target, el precio equitativo no podrá ser inferior al calculado de acuerdo con las reglas de valoración aplicables a las OPAs de exclusión, que están basados en la aplicación de los siguientes métodos de valoración: (i) valor teórico contable; (ii) valor liquidativo; (iii) cotización media ponderada durante el último semestre; (iv) valor de la contraprestación

ofrecida con anterioridad; y (v) otros métodos de valoración aplicables al caso concreto y aceptados comúnmente por la comunidad financiera internacional, tales como descuento de flujos de caja, múltiplos de compañías y transacciones comparables, u otros.

La CNMV también puede modificar el precio equitativo en ciertas circunstancias limitadas establecidas en el RD 1066/2007.

OPAs sobrevenidas

29. ¿Existen otros supuestos que deriven en la obligación de formular una OPA obligatoria?

Sí. Se trata de las tomas de control indirectas o sobrevenidas, cuando se alcance el porcentaje de derechos de voto que desencadena la obligación de formular una OPA obligatoria.

El RD 1066/2007 contempla los siguientes supuestos:

- toma de control o fusión;
- reducción de capital;
- canje, suscripción, conversión o adquisición de acciones derivados de la adquisición de otros valores o instrumentos;
- variaciones de autocartera; y
- contratos de aseguramiento, emisiones y ofertas públicas.

Sin embargo, la obligación de formular una OPA obligatoria en el supuesto de OPAs sobrevenidas puede evitarse de dos formas:

- a través de la dispensa de la CNMV (ver apartado 26 anterior); o

- cuando, dentro del plazo de tres meses, se enajene el número de acciones necesario para reducir el porcentaje de derecho de voto por debajo del 30%.

El RD 1066/2007 establece, en todos los supuestos de adquisición indirecta o sobrevenida menos el primero (toma de control o fusión), que la persona que haya alcanzado la participación no podrá ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso sin formular una OPA. En caso de que quien haya alcanzado la participación del 30% decida formular la OPA obligatoria, tampoco podrá designar directa o indirectamente a ningún miembro adicional de los órganos de administración de Target.



4. Mapa de grupos de interés en una OPA

Oferente

- a. Diseño, junto con sus asesores legales y financieros, de la oferta.
- b. Preparación de los acuerdos y documentación de la oferta etc.
- c. Comunicar a la CNMV en el plazo máximo de tres días hábiles desde la fecha de publicación del resultado de la oferta, si se cumplen las condiciones que permiten realizar las compraventas forzosas para su publicación en la página web de la CNMV.
- d. En el mismo plazo de tres meses, deberá adoptar la decisión de exigir o no la venta forzosa y comunicará su decisión a la CNMV para su difusión a través de su página web.
- e. Publicar las características de la venta forzosa en los mismos medios que la oferta en el plazo máximo de cinco días hábiles desde la fecha de publicación de la CNMV.
- f. Antes de la realización de la operación de venta forzosa, el oferente deberá presentar ante la CNMV las garantías necesarias, que podrá retirar una vez acreditada la liquidación de la operación.
- g. Comunicar a la CNMV la decisión de desistir de la oferta con indicación expresa y detallada de su motivo y las demás causas que dejen sin efecto la oferta.

Inversores

- a. Llevar a cabo actividades de *engagement* con el oferente para entender de una manera clara y concisa los términos y condiciones de la oferta.
- b. Aceptar o rechazar la oferta dentro del periodo de aceptación.
- c. Coordinar con el banco custodio el proceso de aceptación de la oferta.





Supervisor (CNMV)

- a. Examinar y comprobar las solicitudes, los folletos de las ofertas públicas que se presenten y la restante documentación necesaria.
- b. Revisar que el contenido del folleto cumpla con lo dispuesto en el artículo 18 del RD 1066/2007 y que comprenda la información establecida en el anexo del RD 1066/2007, pudiendo exigir al oferente que incluya en el folleto la información adicional que estime necesaria.
- c. Comprobar que el oferente ha aportado los documentos complementarios señalados en el artículo 20 del RD 1066/2007 y revisar el contenido de los mismos.
- d. Autorizar o denegar la oferta en el plazo máximo de 20 días hábiles a partir del registro de la solicitud o desde la fecha de recepción de la última información o documento adicional requeridos.
- e. Notificar el acuerdo adoptado al oferente, a la sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que estén admitidos a negociación los valores y, si están integrados en el Sistema de Interconexión Bursátil, a todas ellas y a la Sociedad de Bolsas, así como a cualesquiera otros organismos o autoridades cuya notificación pudiera considerarse necesaria.
- f. Publicar en la página web de la CNMV el folleto de la oferta autorizada y el anuncio de la oferta previsto en el artículo 22 del RD 1066/2007 e incorporar el folleto de la oferta y la documentación que lo acompaña al registro público.
- g. Supervisar el informe sobre la oferta emitido en cumplimiento de lo previsto en el artículo 24 del RD 1066/2007 por el Consejo de Administración de la sociedad afectada.
- h. Acordar la ampliación del plazo de aceptación de la oferta cuando considere que es necesario.
- i. Una vez finalizado el plazo de aceptación de la oferta, recibir de las Bolsas de Valores o de la entidad agente de la oferta, en un plazo máximo de 5 días hábiles desde la finalización del plazo de aceptación, la información relativa a las aceptaciones presentadas para la publicación del resultado de la oferta en la forma prevista en el artículo 36 del RD 1066/2007.
- j. Comunicar el resultado positivo o negativo de la oferta al oferente, a la sociedad afectada, a las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores en que estén admitidos a negociación los valores, y si están integrados en el Sistema de Interconexión Bursátil, a todas ellas y a la Sociedad de Bolsas.
- k. Realizar un seguimiento y control permanentes de las OPAs hasta su finalización y vigilará posteriormente el cumplimiento por los oferentes, de los compromisos que pudieran incorporar los folletos informativos.



Asesores legales

- a. Diseño de la estructura y estrategia de la oferta junto con el oferente y el asesor financiero.
- b. Preparación y redacción de los acuerdos relativos a la oferta, incluyendo el folleto explicativo de la oferta y coordinación para la preparación del resto de la documentación complementaria.
- c. Interlocución con la CNMV.
- d. Análisis de las autorizaciones necesarias para la oferta y preparación de la documentación para su solicitud. Interlocución con los distintos supervisores.
- e. Asesoramiento en relación con las implicaciones de abuso de mercado de la OPA.
- f. Asesoramiento a los accionistas significativos de Target en relación con la suscripción de compromisos previos con el oferente.
- g. Asesoramiento al Consejo de Administración de Target en relación con el cumplimiento de sus deberes, en particular, del deber de neutralidad y con la preparación del correspondiente informe.
- h. Junto con los bancos financiadores, diseño de la estructura y negociación y preparación, en su caso, de los documentos necesarios para la financiación y la emisión de las garantías de la OPA.
- i. Análisis de riesgos de posibles ofertas competidoras.

Asesor financiero

- a. Diseño de la estructura y estrategia de la oferta.
- b. Análisis junto al oferente de las diferentes alternativas relativas a la contraprestación de la oferta y precio, en caso de oferta en metálico.
- c. Coordinación del proceso de oferta.
- d. Análisis de riesgos de posibles ofertas competidoras.
- e. Análisis de inversores institucionales.

Global Information Agent

- a. Análisis del registro de accionistas para poder llevar a cabo una planificación estratégica del contacto con los inversores.
- b. Llevar a cabo una identificación de accionistas del tramo internacional a partir de la información relativa a los custodios internacionales que aparecen reflejados en el registro de accionistas.
- c. Elaboración previa de los *scripts* para el contacto con inversores institucionales y *retail*.
- d. Contacto con los inversores institucionales y *retail* para transmitirles los términos principales de la oferta, y conseguir el máximo grado de adhesión a la oferta o rechazo a la oferta en función del rol de defensa o ataque que este desempeñando.
- e. Elaboración de informes de seguimiento a partir del *feedback* recibido por parte de los inversores contactados.
- f. Coordinación con el banco agente, cruzando la información recibida por este último a nivel banco custodio con la información recibida por parte del Global Information Agent a nivel de inversor institucional-*retail*.



Banco Agente

- a. Revisión del folleto explicativo de la operación.
- b. Comunicación al mercado de la oferta.
- c. Seguimiento y monitorización del grado de adhesión a la oferta.
- d. Coordinación con Iberclear y las cuatro Bolsas de Valores para la confirmación de las órdenes de aceptación recibidas.
- e. Ejecución y liquidación de la operación.

Banco financiador

- a. Diseño de la estructura de financiación de la OPA.
- b. Financiación del Oferente para que haga frente a la contraprestación de la oferta.
- c. Emisión de las garantías de la OPA.
- d. Emisión de las garantías adicionales en caso de *squeeze-out*.

Agencia de comunicación

- a. Coordinación de las acciones de comunicación en el contexto de la oferta.
- b. Asegurar la coherencia de toda la información pública que se transmite a través de los distintos canales.
- c. Diseño de los mensajes clave a transmitir.
- d. Contacto con la prensa.
- e. Diseño del *briefing* para la campaña de publicidad.

Prensa

- a. Generación de contenido de interés para la opción pública en relación a la oferta a través de entrevistas, artículos de opinión y reportajes.



5. Planificación estratégica y operativa de una OPA

5.1. Planificación estratégica: algunas cuestiones clave

Las OPAs son operaciones complejas que pueden compararse a una partida de ajedrez. Además de conocer bien el tablero y las reglas del juego, es importante analizar y definir desde el principio una serie de directrices estratégicas que marcarán el desarrollo de la partida.

Por ello, el lanzamiento de una OPA requiere una planificación previa, donde deben estar involucrados asesores externos expertos en diferentes áreas. Es crítico identificar aquellos asesores que pueden contribuir mejor a la consecución de los objetivos marcados, entre otros, en los siguientes ámbitos: legal, financiero, comunicación con medios, comunicación con accionistas y banco agente. Es fundamental llevar a cabo el proceso de planificación asegurando la máxima confidencialidad, por lo que el número de personas que participan en esta fase debe ser reducido de forma que se vayan incorporando al proceso los asesores en función del grado de maduración y de certeza de que la operación va a llevarse a cabo.

A pesar de conocer los motivos y fines de la oferta y tener preparados mensajes para cada uno de los hitos, en este tipo de operaciones pueden surgir situaciones que no se habían planeado. Algunas pueden ser previsibles, como son la presentación de ofertas competidoras, quejas de accionistas o la oposición de la propia Target. Otras, sin embargo, no se pueden prever, como son las filtraciones interesadas, pudiendo complicar la comunicación y la propia operación. Una relación fluida y constante con los asesores financieros y legales, así como un conocimiento profundo de la normativa de OPAs y de abuso de mercado es fundamental para afrontar lo inesperado.

Es importante que se constituya un grupo de trabajo con las personas clave de cada uno de los asesores seleccionados. El equipo de trabajo debe definir la estructura y las principales líneas estratégicas de la OPA.

En nuestra experiencia, y entre otras cuestiones, con frecuencia los siguientes parámetros resultan relevantes a efectos estratégicos:

5.1.1. Adquisiciones previas (*stake building*).

Un potencial oferente puede encontrar interesante desde un punto de vista estratégico (o financiero) adquirir paquetes de acciones en Target con carácter previo a la formulación de la OPA (lo que se conoce como "*stake building*"). La práctica de *stake building* requiere un análisis previo de la composición accionarial de Target para determinar, adicionalmente, la conveniencia de realizar las adquisiciones previas en mercado o por medio de acuerdos con los accionistas relevantes (a través de compromisos irrevocables o con acuerdos de *roll-over*). Si bien nada impide esta práctica desde un punto de vista legal, deben tenerse en cuenta algunas consecuencias que estas adquisiciones tendrían en el diseño de la OPA, incluyendo:

- El precio más alto pagado por las adquisiciones constituirá el precio mínimo que podrá considerarse "equitativo" en caso de OPA obligatoria (u OPA voluntaria en la que quiera establecerse que el precio cumple con dicho requisito).
- Por encima del umbral del 3% de los derechos de voto de Target, el potencial oferente deberá remitir una comunicación de participación significativa a la CNMV, que será pública.
- Cuantas más acciones de la Target estén en poder del oferente antes de la formulación de la OPA, más difícil será, teóricamente, alcanzar los umbrales requeridos por la normativa para: (i) la excepción a la obligación de formulación de una OPA obligatoria por haberse realizado una oferta voluntaria previa (artículo 8.f) del RD 1066/2007); y (ii) el *squeeze-out* (en cuanto al umbral de aceptación de la OPA).



5.1.2. Precio equitativo.

Las OPAs voluntarias no tienen que formularse, necesariamente, a un precio equitativo.

No obstante justificar la adecuación del precio puede ofrecer ventajas al oferente, en concreto:

- En virtud del artículo 8.f) del RD 1066/2007, el oferente que hubiera realizado una oferta voluntaria a un precio equitativo no tendrá que formular una segunda oferta obligatoria tras adquirir el control. El mismo efecto se obtiene si la OPA es aceptada por titulares de valores que representen al menos el 50% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido, excluyendo del cómputo los que ya obraran en poder del oferente y los que correspondan a accionistas que hubieran alcanzado algún acuerdo con el oferente relativo a la oferta, lo que frecuentemente se tiene en cuenta a la hora de fijar el nivel mínimo de aceptación al que se condiciona la OPA.
- En virtud del artículo 11.d) del RD 1066/2007, podrá procederse a la exclusión de cotización de Target cuando:
 - (i) se hubiera realizado con anterioridad una OPA por la totalidad del capital de Target en la que se hubiera manifestado la intención de excluir las acciones de negociación y, además, se justifique el precio mediante un informe de valoración; y (ii) se facilite la venta de la totalidad de los valores mediante una orden de compra de dichos valores, al mismo precio que el de la oferta previa, durante al menos un mes en el semestre posterior a la finalización de la oferta precedente.

5.1.3. Tipo de contraprestación.

Con carácter general la contraprestación ofrecida en las OPAs puede configurarse en efectivo, como permuta o canje de valores (ya sean valores emitidos por el oferente, o no) admitidos a negociación en un mercado de algún Estado Miembro de la Unión Europea, o mediante una combinación de ambos. La OPA deberá incluir una alternativa en efectivo en determinados supuestos.

El empleo de valores emitidos por el oferente en una OPA supone una menor necesidad de financiación (y que las garantías a aportar a CNMV tengan un importe menor). No obstante, la configuración de la OPA como OPA de canje añade complejidad al proceso. Entre otros motivos, porque puede ser peor percibida o más difícil de valorar por los accionistas destinatarios (particularmente *retail*), y porque el folleto explicativo de la oferta deberá contener información equivalente a la de un folleto informativo de oferta pública de valores (lo que complica el trámite de aprobación con CNMV).

Adicionalmente, en las OPAs de canje es necesario hacer constar el precio en efectivo equivalente, teniendo en cuenta la cotización media ponderada de los valores entregados en canje correspondiente al trimestre anterior al anuncio previo de la oferta. Este precio efectivo equivalente no varía a lo largo de la tramitación de la oferta, pese a que tanto los valores de Target como los ofrecidos en canje coticen y su precio fluctúe, lo que lo convierte en un dato que puede resultar engañoso y perjudicial para el atractivo de la oferta.

5.1.4. Estructura de la financiación de la OPA.

La normativa de OPAs exige certeza absoluta en relación con los fondos que se van a destinar a la ejecución de la oferta. Para ello es posible que el oferente aporte (i) un depósito en efectivo (lo que, en la práctica, es poco muy frecuente) o (ii) uno o varios avales bancarios a primer requerimiento, en ambos casos, por un importe igual al total de la contraprestación que deberá abonarse en caso de que la OPA tenga éxito. El hecho de que el aval deba cubrir el importe total de la contraprestación de la oferta es relevante en tanto que, si bien la mayoría de las OPAs se financian mediante una combinación de deuda bancaria y recursos propios, el aval debe emitirse por el importe total de la contraprestación, tanto de los fondos generados a través de deuda como de los recursos propios.

- El aval bancario debe entregarse a la CNMV, no está sujeto al cumplimiento de ninguna condición para su disposición, es incondicional y su importe debe pagarse a simple requerimiento. Los bancos emisores del aval deben proporcionar una dirección española efectos de las notificaciones que se realicen en relación con la garantía. En la práctica, hace que algunas entidades con domicilio en España tengan que actuar en la emisión de la garantía como representantes de otras entidades que no cuentan con un domicilio en territorio español.
- Algunos de los principales aspectos que deben tenerse en cuenta a la hora de estructurar la financiación de una oferta son los siguientes:
 - La garantía de la oferta debe otorgarse en un plazo muy corto (de apenas unos días) desde el lanzamiento de la OPA y funciona como una carta de pago de la contraprestación en caso de que la OPA tenga éxito – sin que haya ninguna otra condición para que se produzca dicho pago-. En consecuencia, las entidades financiadoras consideran que el momento de emisión de la garantía opera como el primer día de disposición de la financiación de la oferta (lo que va a determinar el inicio del periodo de devengo de intereses, así como del plazo de amortización cuando, en realidad y en función de la complejidad de la OPA, la liquidación de la misma y, por tanto, el momento de disposición de los fondos puede tener lugar de manera efectiva varios meses después). Se trata de un punto relevante de negociación. En la práctica hemos visto ejemplos recientes que han alcanzado diferentes soluciones, pero actualmente oferentes con una posición fuerte están logrando imponer una estructura en la que, si la oferta no tiene éxito, no hay comisiones (*“no deal, no fee”*), de manera que no se abonan comisiones iniciales por el simple otorgamiento de la garantía. Para algunas entidades financiadoras es problemático aceptar esta estructura en tanto consumen recursos de capital en el momento de emitir la garantía e independientemente del éxito de la oferta. Además, para emitir la garantía, las entidades financiadoras van a querer contar con un contrato de financiación puente o tener el contrato de financiación acordado y cerrado previendo, además, el cumplimiento de todas las condiciones suspensivas en la fecha del anuncio de la OPA.



- La garantía debe cubrir el 100% de la contraprestación de la oferta, lo que implica que el importe no financiado y afrontado con recursos propios del oferente debe igualmente incluirse de antemano en el importe del aval en el momento de lanzar la OPA. Para respaldar este importe no es inusual pedir una carta de compromiso de desembolso (*equity commitment letter*) del oferente o de uno de sus accionistas significativos.
- La garantía bancaria de la oferta no puede tener una fecha de vencimiento, lo que suele ser un inconveniente para las entidades financiadoras que la emiten. De manera que debe realizarse un análisis de probabilidad de la duración de la OPA (teniendo en cuenta, entre otros, las autorizaciones regulatorias, por ejemplo). Es posible que las entidades financiadoras puedan llegar a tener visibilidad de los plazos basándose en las condiciones y características específicas de la operación, pero no existe un 100% de certeza sobre dichos plazos. En algunas operaciones recientes hemos visto cómo el oferente o alguno de sus accionistas significativos han acordado aplicar mecanismos de respaldo o contragarantía del aval bancario para aquellos casos en los que la OPA no se liquide en el plazo previsto acordado.
- Las garantías las otorgan o bien uno de los bancos actuando en representación de las demás entidades o bien cada uno de los bancos que participan inicialmente en la financiación (*underwriters*) a pro-rata del compromiso de desembolso asumido. Una de las preocupaciones habituales de los bancos financiadores es la doble exposición que tienen como consecuencia de la estructura de financiación: la garantía que emiten no se utiliza, en realidad, como forma de financiar la contraprestación de la oferta, de manera que debe ponerse a disposición los importes prestados de conformidad con el contrato de financiación para afrontar el pago de la contraprestación mientras el aval bancario aún está vigente y en posesión de la CNMV. Esto da lugar a una situación temporal en la que las entidades financiadoras duplican su exposición en la OPA. No obstante, mediante una explicación correcta de la operación y mediante el establecimiento de medidas que mitiguen ese riesgo, los bancos tradicionalmente han asumido esta situación.
- Una de las cuestiones sobre las que es necesario debatir con las entidades financiadoras será la forma de sindicación de la financiación, teniendo en cuenta que la incorporación de nuevos participantes mientras dura el proceso de oferta se complica por la estructura de la garantía. Dada la posible duración del compromiso de financiación, es frecuente que las entidades financiadoras que participan inicialmente en la financiación (*underwriters*) prefieran completar la sindicación mientras dura la oferta. Esto generalmente supone que las entidades que emiten el aval en el momento inicial (por lo general, no más de tres bancos que actúan como emisores de la garantía en representación del resto de entidades) pueden sustituir esta garantía(s) inicial por múltiples avales (uno por cada nuevo prestamista que pasa a entrar en la financiación). De esta manera, las entidades que emiten la garantía bancaria inicialmente y representando a los demás prestamistas pueden reducir su exposición a medida que los nuevos prestamistas asumen de manera proporcional este riesgo. El importe total de los avales emitidos y entregados a CNMV debe ser, en cualquier caso, igual al importe original garantizado por los avales iniciales.
- Otro aspecto a tener en cuenta cuando se entrega más de un aval a la CNMV es que esta no tiene la obligación de recurrir a los distintos avales en ningún orden específico o de manera proporcional. Esto significa que la CNMV podría recurrir a un aval en su totalidad sin disponer de ninguno de los restantes avales emitidos. Para hacer frente a esta situación (que altera la distribución de exposición y riesgo de las entidades acordada), se incluyen en el contrato de financiación cláusulas de traspaso y redistribución de estos importes entre las entidades.
- Los avales se devolverán a los bancos: (i) en caso de desistimiento de la OPA, si no tiene éxito; o (ii) en el momento de la liquidación de la contraprestación a abonar en caso de que la oferta sí tenga éxito. Sin embargo, existe una posible excepción a estos dos supuestos si en la OPA se alcanzan los umbrales que permitan al oferente a ejercitar la compra forzosa de aquellas acciones que no se han vendido en la oferta (*squeeze-out*). En ese caso, las entidades financiadoras emitirán nuevos avales por un importe igual a la contraprestación a abonar por la compra forzosa de las acciones afectadas por el ejercicio del *squeeze-out*. Estos avales son sustancialmente idénticos a los emitidos inicialmente, pero obviamente por un importe inferior.



5.1.5. Compromisos irrevocables.

Cuando Target cuenta con accionistas de referencia, es frecuente que el oferente trate de acercarse a dichos accionistas para asegurar su apoyo a la OPA.

Estos compromisos suelen adoptar dos formas fundamentales, según las intenciones estratégicas del oferente: (i) compromisos de aceptación de la OPA por los accionistas de referencia; o (ii) compromisos de no aceptación de la OPA, inmovilización de las acciones y permanencia directa o indirecta en el capital de la Target tras la liquidación de la oferta.

Los compromisos irrevocables cumplen la doble función de asegurar el destino de una parte del capital de Target e incentivar la aceptación de la OPA por parte de otros accionistas. En caso de compromisos de inmovilización, presentan asimismo la ventaja de que la OPA no tendrá que dirigirse a las acciones inmovilizadas, lo que reduce tanto la potencial contraprestación como el importe de las garantías a presentar por el oferente.

Es importante tener en cuenta, a efectos de estrategia, que las acciones objeto de compromisos irrevocables de aceptación no serán computadas como acciones aceptantes a los efectos de la excepción a la obligación de formulación de una OPA obligatoria por haberse realizado una oferta voluntaria previa (artículo 8.f) del RD 1066/2007). No obstante, sí serán consideradas a efectos de computar los umbrales del *squeeze-out* (artículo 47).

5.1.6. Aproximación a Target.

Aunque, como ya se ha señalado, no existe concepto legal de “OPA amistosa” u “OPA hostil” o no solicitada, la relación entre el oferente y Target y la postura que su Consejo de Administración adopte ante la oferta son sin duda cuestiones fundamentales en el desarrollo de muchas OPAs.

En cuanto a OPAs amistosas, en los supuestos más extremos, se han dado casos en que el Consejo de Administración de Target ha mostrado su apoyo a la OPA desde el momento del anuncio previo. No obstante, lo más habitual es que el apoyo del Consejo, en su caso, se manifieste en el momento de emisión de su informe, una vez iniciado el plazo de aceptación.

Las posibilidades reales de defensa del Consejo de Administración de Target frente a una “OPA hostil” están limitadas por el deber de neutralidad de los administradores. No obstante, un órgano de administración hostil puede tener una enorme influencia sobre el accionariado y la opinión pública. Normalmente el rechazo formal a la oferta se materializará en el informe del Consejo de Administración.

Un supuesto habitual de acercamiento del oferente a Target guarda relación con la realización de un ejercicio de *due diligence*. La normativa española no regula específicamente la realización de una *due diligence*. Sin embargo, en la práctica, es habitual que se lleven a cabo ejercicios de este tipo, en caso de que el Consejo de Administración de Target acceda. En caso de que se lleve a cabo un ejercicio de *due diligence* de Target, será necesario: (i) asegurar el respeto del principio de igualdad informativa entre oferentes competidores; y (ii) poner especial atención en cumplir con la normativa de abuso de mercado.

5.1.7. Definición de la estrategia de comunicación.

Desde el comienzo de la planificación de la OPA se deben definir las directrices del plan de comunicación a los inversores. A grandes rasgos, las variables a analizar serán las siguientes:

- Definición del target: se analizarán las distintas modalidades de inversores presentes en el accionariado del target, incluidos los accionistas *retail*.
- Definición de los mensajes clave.
- Planificación de los medios (prensa escrita, prensa digital, etc.) a través de los cuales se trasladarán los mensajes clave de la operación.
- Definición del contenido de las cartas informativas en el caso de que se lleve a cabo una campaña con el accionariado *retail*.



5.2. Planificación operativa y principales hitos

El lanzamiento de una OPA es un proceso complejo que se desarrolla en distintas etapas. Se pueden identificar las siguientes etapas o eventos clave, asumiendo un escenario sin ofertas competidoras:

5.2.1. Pasos previos al anuncio de la decisión de formular la oferta

Con carácter previo al anuncio público de la oferta, debe extremarse la confidencialidad. Todas las personas involucradas deberán por tanto firmar con el oferente un acuerdo de confidencialidad o NDA (“*Non Disclosure Agreement*”) (salvo que estén sujetos a deberes profesionales de confidencialidad, como sucede por ejemplo con los asesores legales).

Adicionalmente, y en la medida en que la posible operación constituya o pueda constituir información privilegiada, deberá incluirse a esas personas en una “lista de iniciados” de las previstas en la normativa de abuso de mercado. De acuerdo al MAR, los emisores o las personas que actúen en su nombre o por su cuenta deben elaborar una lista de todas las personas que tengan acceso a información privilegiada (los “iniciados”). La lista debe incluir todos aquellos que tengan acceso temporal o permanente a información privilegiada. La lista se debe mantener constantemente actualizada y los iniciados deben reconocer por escrito sus obligaciones. Estas listas de iniciados deben reunir las siguientes características:

- Incluir determinados datos personales (DNI, dirección postal personal, número de teléfono personal), según el modelo normalizado aprobado por el Reglamento de ejecución (UE) 2016/347 de la Comisión, de 10 de marzo de 2016.
- Los iniciados deben estar informados de las consecuencias de dicha inclusión, y reconocer por escrito sus obligaciones y las sanciones aplicables en caso de manipulación de información privilegiada.
- Es necesario especificar la fecha y la hora en la que la persona obtuvo acceso a información privilegiada y el motivo.
- Dichas listas de deben conservar durante al menos cinco años a partir de su elaboración y después de cada actualización.

5.2.2. Anuncio de la oferta inicial

La publicación del denominado “anuncio previo” es un hito fundamental en toda OPA, ya que desde ese momento la oferta se vuelve irrevocable (salvo en circunstancias excepcionales y tasadas en la normativa).

Una vez que se ha anunciado oficialmente la oferta, resulta fundamental contar con una *identificación de accionistas* lo más minuciosa posible. Esto es especialmente importante en compañías en las que hay una alta penetración del componente institucional internacional. Para ello es fundamental contar con el registro de accionistas de Target, y aquí podemos encontrarlos con los siguientes escenarios:

- En el caso de una “OPA amistosa”, es muy probable que el acceso al registro no plantee ningún problema.

- Conforme a la normativa aplicable, aquellos oferentes que sean accionistas de Target y que tengan una participación en el capital de, al menos, el 3%, tienen derecho de acceso al registro.
- En el caso de que la OPA no sea amistosa o no se cuente con el derecho anteriormente citado, el oferente sólo podrá disponer de información pública (comunicaciones de participaciones significativas) para intentar contactar con los accionistas de Target, con la dificultad que esto conlleva ya que las posiciones podrían estar desactualizadas.

Adicionalmente, es importante el diseño de la estrategia para la campaña de comunicación con los accionistas. En tal sentido, el oferente, de la mano del *Global Information Agent*, deberá:

a. Definir el objetivo y alcance de la campaña, mediante un análisis del registro que permitirá identificar las distintas tipologías de los inversores presentes en el capital social de Target, la distribución geográfica y su grado de dispersión. Este análisis permitirá:

- Entender el peso que tienen los inversores institucionales y minoristas, lo que llevará al oferente a establecer la mejor campaña de comunicación dedicada a cada uno de los componentes del capital social identificado con el objeto de maximizar el resultado esperado.
- Conocer la ubicación geográfica de los accionistas más relevantes, para poder modular la comunicación en el idioma adecuado.
- Establecer un equipo de contacto con los accionistas y decidir si se realizará una campaña activa o *outbound* (que implique el envío de cartas a los accionistas y llamadas telefónicas) o pasiva o *inbound* (en la que se publicará un número de contacto para que los accionistas llamen en caso de necesitar mayor información).
- En el caso de que se decida llevar a cabo una campaña internacional activa, es importante tener en consideración el marco legal de la oferta para no contactar a inversores residentes o físicamente presentes en países cuya legislación imponga restricciones a este tipo de campañas.

b. Preparar el material informativo:

- Desarrollo de mensajes clave, que serán utilizados en toda la comunicación.
- Preparación de la publicidad a ser utilizada en la campaña, carta a los accionistas minoritarios (de ser el caso), guion para la comunicación con los accionistas (*scripts*), guía de preguntas y respuesta (Q&As), etc.

Una vez que se tenga el mapa de los accionistas y el diseño de la estrategia para la campaña de comunicación, se realizará la *habilitación de la estructura operativa* del equipo de contacto. Este equipo de contacto estará compuesto por un número determinado de operadores telefónicos que tendrán



comunicación con los accionistas, bien sea en modo pasivo (recibiendo llamadas telefónicas) o en modo activo (llamando a los accionistas).

Desde un primer momento, es fundamental cultivar una relación de confianza con los medios. Pasarán varios meses desde el anuncio de la intención de formular la oferta hasta el final de la operación. En este periodo se establecerá una relación más intensa y continuada entre los periodistas que cubren operaciones financieras o los que siguen el sector concreto de Target y los interlocutores de la operación. Es por ello que desarrollar una relación de confianza, basada en la transparencia entre ambas partes mejorará la comunicación y permitirá al oferente mantener un mayor control y dirección de la información.

5.2.3. Presentación de la documentación relativa a la oferta y del folleto explicativo a la CNMV

Toda la información sobre la OPA, así como sus términos y condiciones deben incluirse en un folleto explicativo. El contenido del folleto está regulado y pre-establecido en el Anexo al RD 1066/2007. No obstante, la CNMV podrá eximir al oferente de incluir parte de la información exigible cuando no esté a disposición del oferente y siempre que no se impida al accionista formarse un juicio fundado sobre la OPA. Asimismo, la CNMV podrá requerir que se incorpore otra información o documentación adicional que considere necesaria o conveniente.

Cualquier circunstancia que afecte a la OPA que se produzca una vez publicado el folleto informativo deberá publicarse como información adicional en un suplemento al folleto que tendrá que ser aprobado también por la CNMV.

Junto con el folleto, es necesario presentar un escrito de solicitud formal de la admisión y autorización de la OPA a la CNMV. El escrito de solicitud responderá al modelo previsto en la Circular 8/2008 y se acompañará además de la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la OPA, adoptado por la persona u órgano competente del oferente. Igualmente, el oferente deberá aportar junto con la solicitud y el resto de documentos señalados en el artículo 20 del Real Decreto 1066/2007, la documentación acreditativa de la constitución de las garantías que aseguren el cumplimiento de las obligaciones resultantes de la OPA.

5.2.4. Autorización de la OPA y publicación del folleto. Publicidad formal de la oferta

La OPA, una vez presentado el folleto y el resto de la documentación necesaria, deberá ser autorizada o denegada por la CNMV, en el plazo de 20 días hábiles a contar desde la recepción del escrito de solicitud. Este plazo podrá ser mayor si la documentación complementaria se presenta con posterioridad a la solicitud de autorización, o si se producen requerimientos de información o documentación adicional por parte de la CNMV. En este caso, el plazo se computará desde que se registren dichos documentos.

En la práctica estos plazos nunca se han cumplido por la complejidad de las OPAs y el proceso de autorización se

alarga durante un número significativo de semanas, en un rango de entre tres a seis meses como media. Entre otros, esto se debe a los siguientes factores:

- La propia complejidad de la oferta y la necesidad de asegurar que todos sus elementos esenciales se cumplen.
- La extensión y volumen del expediente de la oferta que será objeto de una revisión detallada por parte de la CNMV para su posterior validación. Ello incluye la comprobación de la naturaleza del precio, como precio equitativo, en su caso, la revisión de los acuerdos sociales, el examen de los términos de la financiación o la comprobación de la inexistencia de otros acuerdos, entre otros.
- En caso de ofertas de canje, el folleto explicativo de la OPA debe incorporar información equivalente a un folleto informativo de oferta pública de valores, lo que incrementa su complejidad y, por ello, la de la revisión por parte de CNMV.
- Normalmente, el folleto explicativo no será aprobado por la CNMV hasta que el oferente haya obtenido todas las autorizaciones administrativas necesarias para la oferta (distintas de la de las autoridades de defensa de la competencia), lo que puede ser particularmente relevante en determinados sectores.

Una vez aprobado el folleto, la CNMV publicará su decisión y notificará la misma al oferente, Target, las Sociedades Rectoras de las Bolsas y a la Sociedad de Bolsas, así como a cualesquiera otros organismos o autoridades cuya notificación pudiera considerarse necesaria.

En su caso, el acuerdo de denegación deberá ser motivado y fundamentarse en el incumplimiento de la LMV, el RD 1066/2007 y demás normativa aplicable, poniendo fin a la vía administrativa. En la práctica, no conocemos ningún caso de denegación de autorización de una OPA anunciada.

5.2.5. Inicio del plazo de aceptación

El plazo de aceptación de la oferta deberá fijarse por el oferente. Una vez abierto el plazo de aceptación, se llevará a cabo la ejecución de campaña, en la cual el *Global Information Agent* entrará en contacto con los inversores de acuerdo con la estrategia definida para la campaña de comunicación.

Es fundamental contar con un *Global Information Agent* independiente, para llevar a cabo la comunicación con los accionistas en una operación de estas características. En particular, reside en el *Global Information Agent*:

- Identificación de los accionistas ("*beneficial owners*") detrás de los custodios para medir sus posiciones y abrir un contacto directo.
- Control de las variables informativas de la operación desde el principio del plazo de aceptación, y así reaccionar en tiempo útil ante cualquier elemento crítico.
- Capacidad de proporcionar un *feedback* en tiempo real de las intenciones de adhesión de los accionistas finales y así detectar la percepción real del mercado hacia la OPA.



- Preparación del material informativo específico y diferenciado, adecuándolo a las características de cada categoría de inversores (institucionales extranjeros, institucionales españoles, *retail*).
- Maximización del alcance de los accionistas finales mediante el contacto directo con todos los accionistas para responder a sus preguntas, resolver sus dudas, y explicar, en términos que se ajusten a sus exigencias y lenguaje, las condiciones de la oferta y los pasos a seguir para adherirse a la oferta a través de:
 - *Front line* y *Back office* internos dedicados a los inversores institucionales (extranjeros y españoles) de cara a una gestión “activa” de la operación.
 - *Contact Center* dedicado al inversor *retail*.
- En estrecha coordinación con el banco agente de la operación, seguimiento del flujo de las adhesiones a través de la cadena de intermediación financiera (con particular hincapié en los inversores institucionales extranjeros), para detectar posibles discrepancias entre las intenciones detectadas mediante contacto directo y las adhesiones recibidas por el banco agente
- Mapa detallado de aquellos accionistas que no hayan aceptado la OPA

5.2.6. Publicación del informe del Consejo de Administración de Target sobre la OPA

El Consejo de Administración de Target debe redactar un informe detallado y motivado sobre la OPA que deberá hacerse público en los 10 días naturales siguientes tras el inicio del plazo de aceptación de la OPA. La publicación del informe podrá realizarse en el Boletín de Cotización de las Bolsas de Valores donde los valores afectados estén admitidos a negociación (y en todas ellas si están integrados en el SIBE) y, al menos, en un periódico de difusión nacional. También se remitirá a la CNMV y a la representación de los trabajadores de Target.

5.2.7. Fin del plazo de aceptación. Resultado de la OPA

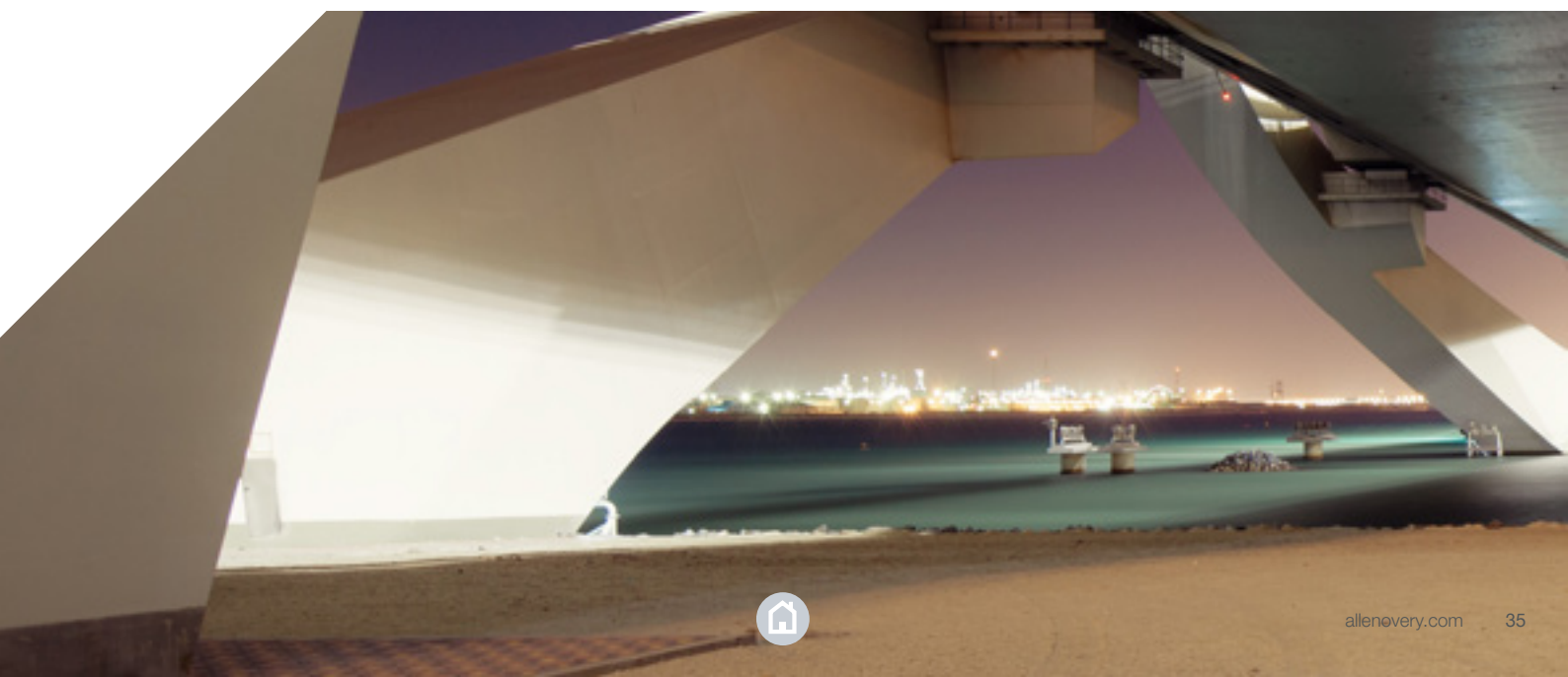
Las declaraciones de aceptación deberán realizarse conforme a lo previsto en el folleto.

El mercado español tiene la particularidad de que, a diferencia de otros mercados, el oferente no tendrá visión del resultado final de la OPA el día en el que finaliza el plazo de aceptación. El oferente debe esperar al menos cuatro días para conocer el resultado final de aceptación. A nivel operativo, es importante que el oferente tenga este aspecto en cuenta, sobre todo considerando que debe tener a disposición los fondos para hacer frente al pago de los accionistas que han aceptado la oferta, especialmente si se trata de un oferente extranjero.

Si la OPA estaba condicionada a la obtención de un mínimo de aceptaciones y este no se llega a alcanzar, entonces el oferente podrá renunciar al cumplimiento de la condición hasta, como máximo, el día anterior a la finalización del plazo de aceptación. En todo caso, si una OPA voluntaria condicionada no tiene éxito, el oferente (u otras personas con él vinculadas como otras sociedades de su grupo o sus administradores) no podrán: (i) promover otra OPA respecto de los mismos valores (salvo que se trate de una OPA competidora) hasta pasados seis meses desde la fecha de publicación del resultado de la OPA, fecha en la que, por tanto, quedó sin efecto esta, ni (ii) adquirir un porcentaje de derechos de voto o incurrir en cualquiera de alguno de los supuestos que determinan la obligación de presentar una OPA.

5.2.8. Liquidación de la oferta

La OPA en metálico se liquidará a través de Iberclear en el plazo de dos días hábiles bursátiles desde la fecha de publicación del resultado de la OPA en los Boletines de Cotización. Si se tratara de una de canje, entonces la liquidación se realizará en la forma prevista en el folleto. Tras la liquidación de la OPA, y con la autorización de la CNMV, se podrá proceder al levantamiento de la garantía, aunque es posible también acordar reducciones parciales de su importe a lo largo del proceso de liquidación.



6. Que hacer y qué no hacer en una OPA

6.1. Qué hacer y qué no hacer en una OPA: Target

Las OPAs suelen exponer a los consejeros y directivos de Target a un escrutinio muy intenso por parte de accionistas, prensa, competidores, supervisores y, algunas veces, otras autoridades gubernamentales, por lo que estos deben estar preparados adecuadamente para afrontar dichas situaciones. En este apartado exponemos un código de conducta de los consejeros y miembros del equipo directivo de Target en caso de OPA.

En primer lugar, el RD 1066/2007 contempla un deber de neutralidad de los consejeros de Target que se traduce en

que estos deben abstenerse de llevar a cabo actuaciones que puedan frustrar el éxito de la OPA, salvo en determinados supuestos tasados, como por ejemplo la búsqueda de OPAs competidoras.

En segundo lugar, Target tiene una serie de obligaciones en relación con la información que facilita en relación con la OPA, así como la obligación de garantizar tanto la igualdad de trato entre los accionistas a los que se dirige la oferta como la igualdad de información entre oferentes competidores bajo ciertos parámetros.

1. Deber de neutralidad de los administradores de Target: no realices actuaciones que puedan frustrar el éxito de la oferta sin obtener previamente la autorización de la Junta General

La regla general en Derecho español es el deber de neutralidad de los administradores de Target, según el cual estos deberán obtener la autorización previa de la Junta General antes de emprender cualquier actuación que pueda impedir el éxito de la oferta.

Sin embargo, este deber de neutralidad no significa que los administradores no deban seguir en su actividad normal como administradores. De hecho, estos podrían incurrir en responsabilidad en caso de que dejasen de desarrollar sus funciones (de ahí que sea más preciso no referirse al “deber de pasividad” de los administradores, sino al “deber de neutralidad”). Lo que exige el deber de neutralidad es que los administradores permitan a los accionistas que valoren la oferta y, en su caso, que se pronuncien en la Junta General sobre cualquier medida que se pretenda adoptar como reacción ante esa OPA concreta. En definitiva, lo que la normativa busca es evitar que los administradores actúen al margen de los intereses de sus propios accionistas, como salvaguarda del principio de primacía de los accionistas.

(a) ¿Cuándo es de aplicación el deber de neutralidad?

Con carácter general, desde el primer anuncio público de la OPA hasta la publicación del resultado de la OPA. Según el RD 1066/2007, el deber de neutralidad también se extiende a aquellas decisiones que se hayan adoptado antes del anuncio de la OPA y estén aún pendientes de ejecución cuando se cumplan dos requisitos: (i) que la decisión correspondiente no forme parte del curso normal de actividades de Target; y (ii) que la aplicación de dicha decisión pueda impedir el éxito de la oferta.

(b) ¿A quién afecta?

A los administradores y directivos de Target (así como cualquier órgano delegado o apoderado de estos), a las sociedades pertenecientes al grupo de Target y a cualquiera que pueda actuar concertadamente con todos estos sujetos.

(c) ¿Qué actuaciones no están permitidas?

Los administradores de Target, así como el resto de sujetos afectados por el deber de neutralidad, tendrán que solicitar la autorización de la Junta General para cualquier actuación que pueda impedir, aunque fuera poco probable, el éxito de la OPA.

(d) ¿Qué excepciones existen al deber de neutralidad?

(i) La búsqueda de OPAs competidoras (el llamado “caballero blanco” o “*white knight*”). No obstante, los administradores de Target no pueden proporcionar un tratamiento más favorable a un oferente sobre otro, sino que deberán respetar la igualdad informativa entre oferentes competidores. Así, no se puede entender comprendida dentro de esta excepción la entrada de un inversor cercano a los administradores (el llamado “*white squire*”).

(ii) Cuando el oferente o el grupo que lo controla sea extranjero y pueda, a su vez, aplicar medidas defensivas sin limitación alguna (el llamado “principio de reciprocidad”). Esta excepción permite que el Consejo de Target actúe contra la oferta de la sociedad extranjera no sujeta al deber de neutralidad, si previamente (y con una anterioridad no superior a 18 meses) la Junta General de Target ha autorizado esa actuación (con las mismas especialidades que la autorización de la Junta General de las medidas anti-OPA, como se explica en el siguiente apartado).



(e) Especialidades de la autorización de la Junta General para la aprobación de medidas anti-OPA

Para adoptar medidas anti-OPA es necesario recabar previamente la autorización de la Junta General de Target. Dicha autorización tiene las siguientes especialidades según la LMV y el RD 1066/2007:

- (i) La Junta General podrá convocarse, excepcionalmente, con una antelación de 2 semanas.
- (ii) La Junta General (a no ser que se trate de una Junta General ordinaria) únicamente podrá adoptar acuerdos respecto a las medidas anti-OPA.

(iii) Los administradores de Target deberán redactar un informe justificativo de las medidas que pretenden adoptar.

(iv) La convocatoria de la Junta General deberá (i) detallar todas las actuaciones defensivas que el Consejo de Target pretende poner en marcha (no es válida una autorización en bloque para llevar a cabo medidas anti-OPA) y (ii) hacer constar el derecho de los accionistas de examinar en el domicilio social el texto íntegro del acuerdo propuesto y el informe sobre el mismo, así como su derecho a pedir la entrega o envío gratuito de dichos documentos.

Qué hacer	Qué no hacer
Consulta con tus asesores financieros y legales antes de poner en marcha cualquier medida que pudiera tener como efecto la frustración de la OPA (incluyendo la implementación de acuerdos adoptados con anterioridad al anuncio de la OPA).	No laves a cabo ninguna acción que pueda frustrar, aunque sea con una mínima probabilidad, el éxito de la OPA sin antes recabar la autorización de la Junta General.
Salvo por las medidas citadas, continúa desarrollando tu labor como administrador o directivo en el curso ordinario y en el mejor interés de Target.	En particular, no laves a cabo ninguna de estas actuaciones cuando puedan impedir el éxito de la OPA sin la autorización de la Junta General: <ul style="list-style-type: none"> (1) Acordar emisiones de valores de Target. (2) Efectuar o promover, directa o indirectamente, operaciones sobre los valores de Target o sobre otros, incluyendo los actos dirigidos a fomentar la compra de dichos valores. (3) Enajenar, gravar o arrendar inmuebles u otros activos de Target. (4) Repartir dividendos extraordinarios o remunerar de cualquier otra forma que no siga la política habitual de reparto de dividendos a los accionistas o titulares de valores de Target, salvo que los correspondientes acuerdos sociales hubieran sido aprobados con carácter previo por el órgano social competente y hechos públicos.



2. Deber de sigilo: evita las fugas de información y mantén la confidencialidad. El tratamiento de la información privilegiada en la OPA

Es esencial guardar absoluto secreto antes del anuncio público de una OPA o posible OPA. El hecho de que vaya a lanzarse una posible OPA sobre Target, y las características de la operación, pueden con toda probabilidad constituir (dependiendo del grado de concreción) información privilegiada.

Asimismo, en el curso de la fase de estudio de la OPA, el oferente puede solicitar a Target llevar a cabo un proceso de Due Diligence en el que se le puede proveer con información que puede constituir información privilegiada.

“Información privilegiada” es aquella que tiene carácter concreto, referida a Target o a valores emitidos por Target, que no es pública y que, de hacerse pública, podría influir de manera apreciable sobre la cotización de los valores de Target, en tanto que se trata de información que un inversor razonable utilizaría probablemente para tomar una decisión de inversión.

Ninguna persona que tenga conocimiento de la posible OPA o, con carácter general, de información privilegiada puede (i) realizar o intentar realizar operaciones con valores de Target (o de algún oferente); (ii) recomendar a otra persona que realice operaciones; o (iii) comunicar a otras personas la información privilegiada.

Todas las personas que estén en posesión de información privilegiada o, en general, que tengan conocimiento de información confidencial, no deben revelarla. En caso de

que fuera necesario transmitirla a otra persona, deberán consultar primero con sus asesores legales, y cualquier comunicación de información debe realizarse siguiendo estrictamente el principio de “necesidad de conocimiento” (*need-to-know basis*), en el normal ejercicio del trabajo, profesión o funciones. En todo caso, el receptor de la información debe haber sido informado de la necesidad de guardar secreto y de las restantes obligaciones que conlleva el conocimiento de información privilegiada.

Estas personas deben actuar de tal manera que puedan garantizar la confidencialidad de la información privilegiada y minimicen la posibilidad de que ocurra cualquier filtración accidental, por ejemplo, a través del uso de nombres en clave que no sean obvios en todas las comunicaciones, controlando la distribución de documentación y absteniéndose de discutir la operación en público.

Es recomendable preparar y mantener actualizadas listas de iniciados que incluyan a todas aquellas personas que en cualquier momento puedan tener acceso a información en relación con la operación que se pueda considerar privilegiada.

Asimismo, si el oferente recibe información privilegiada de Target (distinta de la relativa a la OPA en sí). Dicha información deberá hacerse pública antes de que comience el plazo de aceptación de la OPA, lo que debe tenerse en cuenta a la hora de decidir qué información se proporciona.

Qué hacer	Qué no hacer
Limita la información sobre la OPA a un número pequeño de personas, es decir, aquellos que realmente necesiten saberlo.	No uses el nombre real de Target ni del posible oferente, especialmente por teléfono o en lugares donde cualquiera pueda escucharte por casualidad.
Evita dar pistas sobre la OPA, por ejemplo, con quién te estás reuniendo, o a dónde vas y qué estás haciendo.	No proporciones al oferente información privilegiada que no desees que sea hecha pública en la OPA.
Usa nombres en clave en todos los documentos y correspondencia (sin olvidar los correos electrónicos) que puedan estar relacionados con la OPA.	
Antes de proporcionar cualquier información a un potencial oferente, suscribe un acuerdo de confidencialidad.	



3. Obligaciones de anuncio/comunicación: evita lanzar información falsa al mercado, las opiniones engañosas y asegura una divulgación correcta

Los consejeros y directivos de Target deberán estar en constante comunicación con sus asesores legales y financieros y de comunicación en relación con todas las actuaciones y comunicaciones que se hagan sobre la OPA. Es aconsejable que los asesores financieros y legales de Target estén presentes en las comunicaciones que tengan relación con la oferta (reuniones con inversores, reuniones con la prensa, llamadas de teléfono, etc.). Es prudente también que se nombre a una persona dentro de Target que

sea responsable del contacto con la prensa y con cualquier tercero desde que Target conozca la existencia de la posible OPA. Dicho responsable deberá trabajar conjuntamente con los asesores legales y financieros para asegurarse de que todas las comunicaciones que realice Target eviten cualquier referencia a áreas sensibles (beneficios futuros o proyecciones de negocio a futuro, por ejemplo). Es importante este control ex ante ya que es muy difícil corregir una declaración o comunicación una vez se ha publicado.

Qué hacer	Qué no hacer
Asegúrate de que la información esté en general disponible para todos los accionistas y, en la medida de lo posible, al mismo tiempo y del mismo modo.	No respondas a preguntas ni hagas declaraciones en medios de comunicación o comentarios terceros u otras personas más allá de una respuesta de "no hay comentarios".
Garantiza que la información que se publique o divulgue esté preparada con el debido cuidado, sea precisa y no resulte engañosa. Cualquier documento, anuncio u otra información que se publique, o declaraciones que se hagan en una OPA, deben prepararse y emitirse con los máximos estándares de cuidado y precisión.	No entables conversaciones ni convoques reuniones con accionistas, analistas, <i>brokers</i> u otras personas involucradas en la gestión de inversiones o asesoramiento sin antes consultar con tus asesores legales.
Utiliza un lenguaje claro y conciso en toda la información relacionada con la OPA.	No realices comentarios sobre beneficios futuros o que puedan constituir proyecciones de beneficios (los cuales, con carácter general, deben ser publicados por Target de acuerdo con la normativa de transparencia y abuso de mercado aplicable a las sociedades cotizadas). Tampoco realices declaraciones en relación con la cuantificación de los beneficios financieros que se esperan recibir como consecuencia de la OPA o de su fracaso.
Una vez el Consejo haya recibido una oferta firme de una fuente fiable, anúncialo. También anuncia en caso de que el Consejo esté buscando oferentes alternativos.	No pongas fuera de contexto citas (por ejemplo, de un periódico) en relación con la OPA.
Debes tener preparado un modelo de anuncio de filtración de información en relación con la OPA para que pueda publicarse en caso de que haya existido un movimiento en el precio de la acción de Target fuera de lo normal antes del anuncio de la OPA por el oferente.	No realices declaraciones sobre el nivel de apoyo de los accionistas a la OPA, excepto en el caso de que los accionistas correspondientes hayan previamente declarado expresamente sus intenciones en relación con la OPA.



4. Igualdad de información entre oferentes competidores: garantiza la remisión de información que se ha proporcionado a un oferente cuando otro oferente lo solicite

Target está obligada a garantizar que existe igualdad de información entre los oferentes competidores, si existieran.

Qué hacer	Qué no hacer
<p>Debes remitir a cualquier oferente o potencial oferente de buena fe (previo requerimiento de estos) la misma información que se ha proporcionado a otros oferentes, con independencia de cuál sea la valoración de las diferentes ofertas que haga el Consejo de Target. Target condicionará la entrega de la información a que el destinatario garantice la debida confidencialidad de la misma, a su empleo al exclusivo fin de formular la OPA y a que la información sea necesaria para formular la OPA.</p>	<p>No debes favorecer o tratar mejor a aquel oferente con el que los administradores de Target tienen una mejor relación o preferencia.</p>
<p>Debes proporcionar a cualquier oferente o potencial oferente de buena fe (previo requerimiento de estos) el mismo acceso al equipo directivo y las instalaciones de Target que se haya proporcionado a un primer oferente.</p>	

5. Consecuencias derivadas del incumplimiento por Target de las obligaciones contenidas en el presente apartado

- (a) Sanciones bajo la LMV.
- (b) Sanciones derivadas del incumplimiento de la normativa de abuso de mercado.
- (c) Responsabilidad de los administradores de Target frente a los accionistas de Target.
- (d) Responsabilidad de los administradores de Target frente al oferente.



6.2. Qué hacer y qué no hacer en una OPA: el Oferente

Junto con el deber de sigilo para evitar las fugas de información, las obligaciones en relación con la información privilegiada y la prohibición de lanzar información engañosa al mercado, a los que también está sujeto el oferente, el RD 1066/2007 (artículo 32) contiene una serie de limitaciones específicas que se imponen a la actuación del oferente en una OPA.

En particular, el oferente tiene la obligación legal de no difundir información que no conste en el anuncio de la OPA hasta su presentación.

Además, en caso de OPA obligatoria, hasta que la OPA no se haya autorizado por la CNMV, el oferente y los que actúen en concierto con él no podrán ejercer los derechos políticos correspondientes al exceso de su participación accionarial sobre el umbral que obliga a formular la OPA, ni designar, directa o indirectamente, a ningún miembro adicional de los órganos de administración o dirección de Target.

Adicionalmente, el oferente puede adquirir acciones al margen de la OPA, pero ello tiene algunas consecuencias en su actuación posterior que explicamos en este apartado.

1. Abstención de difusión de información no recogida en el anuncio de la OPA hasta su presentación

El oferente, los miembros de sus órganos de administración y dirección, sus accionistas de control, sus asesores, las personas con las que el oferente actúe concertadamente (en su caso), así como el resto de las personas que intervengan en la operación se deberán abstener de difundir o publicar por cualquier medio cualquier dato o información que no esté contenido en el anuncio previo de la OPA.

Por “publicación” se puede entender una divulgación abierta de la información, a través de un canal disponible con carácter general. Por “difusión” se puede entender un suministro más restringido de información, por ejemplo cuando se revela la información de manera selectiva a grupos acotados (inversores institucionales, intermediarios financieros, gestores de inversores, analistas financieros, etc.).

Qué hacer	Qué no hacer
Guarda un extremo rigor en la selección y gestión de la información y sé cuidadoso en los sucesivos pasos y fases del régimen de difusión relativa a la OPA.	No difundas información distinta de la contenida en el anuncio inicial de la OPA.
	No lles a cabo una divulgación parcial o anticipada de la información detallada que debe contenerse en el folleto de la OPA.

2. Igualdad de información entre accionistas: garantiza la igualdad de trato de los accionistas a los que se dirige la OPA

Qué hacer	Qué no hacer
Si publicas nueva información sobre la OPA a través de la prensa, debes publicar un anuncio en el cual se den todos los detalles correspondientes, de manera que todos los accionistas a los que se dirige la OPA conozcan la nueva información.	No publiques nueva información en relación con una OPA en entrevistas o declaraciones en medios, ya que podría darse el caso de que no todos los accionistas a los que se dirige la OPA lleguen a tener acceso a la nueva información.
El oferente (así como sus asesores) pueden llevar a cabo reuniones con accionistas, analistas, <i>brokers</i> o gestores de inversiones durante una OPA, pero debes asegurarte de que en esas reuniones no se divulga nueva información u opiniones relevantes en relación con la OPA (p.ej. acudiendo con los asesores). Si, pese a todo, se produce una filtración de nueva información u opinión acerca de la OPA, se debe realizar un anuncio que contenga todos los detalles, así como enviar una comunicación a los accionistas de Target a los que se dirige la OPA en las que se detalle la nueva información u opinión acerca de la OPA.	

3. Evita operaciones o acuerdos que podrían limitar la libertad de actuación posterior

El oferente puede adquirir valores de Target al margen de la OPA en cualquier momento, pero ello determinará lo siguiente:

- Decaerá la condición de nivel mínimo de aceptación (si existía), y de cualquier otra que se hubiese establecido.
- En caso de OPAs de canje, será necesario ofrecer una alternativa en metálico.

– Se elevará, en su caso, el precio ofrecido en la OPA hasta el precio más alto pagado.

– Se deberá comunicar a la CNMV como información relevante (y podrá desencadenar la ampliación de plazos de la OPA).

Qué hacer	Qué no hacer
Consulta con tus asesores financieros, legales y de comunicación en relación con cualquier cuestión relacionada con la estrategia de la OPA y, en particular, como evitar desviaciones no buscadas de la estrategia elegida y que puedan limitar la libertad de actuación.	No realices o alientes a otros a realizar (o abstenerse de realizar) operaciones sobre valores (incluidas las opciones y derivados correspondientes) de Target. Ante cualquier duda, debes consultar antes con tus asesores legales.

4. Consecuencias derivadas del incumplimiento por el oferente de las obligaciones contenidas en el presente apartado

- (a) Sanciones bajo la LMV.
- (b) Sanciones derivadas del incumplimiento de la normativa de abuso de mercado.
- (c) Responsabilidad del oferente frente a Target y sus accionistas.



7. La importancia del componente retail

En Europa, de media, una de cada cuatro acciones de una compañía cotizada está en manos de un accionista *retail*. Este dato pone de manifiesto que el accionariado *retail* puede decantar el resultado favorable de una OPA, en el caso de que este tramo se gestione adecuadamente.

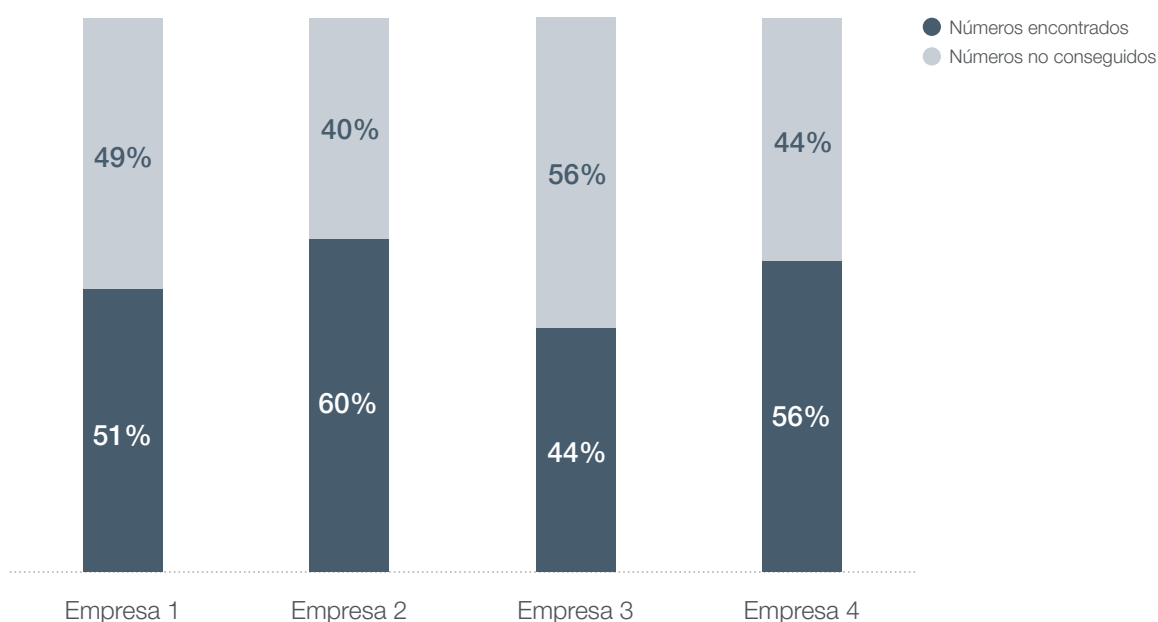
Paradójicamente, en España el poder de las empresas cotizadas ha estado concentrado en familias o accionistas de referencia con un elevado porcentaje del capital social. Aquellas compañías con accionistas de referencia, donde el “núcleo duro” de la compañía tiene un peso muy elevado, permiten a estos influir en la gestión y en la toma de decisiones de forma relevante. La diferencia en la estructura accionarial de las compañías cotizadas determina el peso del accionariado minoritario (*retail*) en cada una de ellas.

En una OPA, el oferente puede llevar a cabo dos tipos de campañas para intentar optimizar el grado de adhesión de los accionistas destinatarios:

- La campaña *inbound* consiste en facilitar un número gratuito (denominado número verde) a los accionistas para que puedan solicitar información. Normalmente este número puede hacerse público mediante una campaña en medios, mediante el envío de una carta postal o en la página web de la compañía o del oferente.
- La campaña *outbound* consiste en llamar directamente al accionista minoritario. Para realizar este tipo de campañas, el oferente debe determinar a qué inversores quiere contactar, acceder al registro de accionistas donde aparecen los datos del accionista (nombre y dirección), y realizar la búsqueda de teléfonos de contacto con la información pública disponible. El porcentaje de éxito en la búsqueda de números de teléfono en España (*matching* telefónico) para campañas *retail* suele ser de, aproximadamente, un 49%. Una vez se obtiene esta información, se inicia el contacto telefónico.

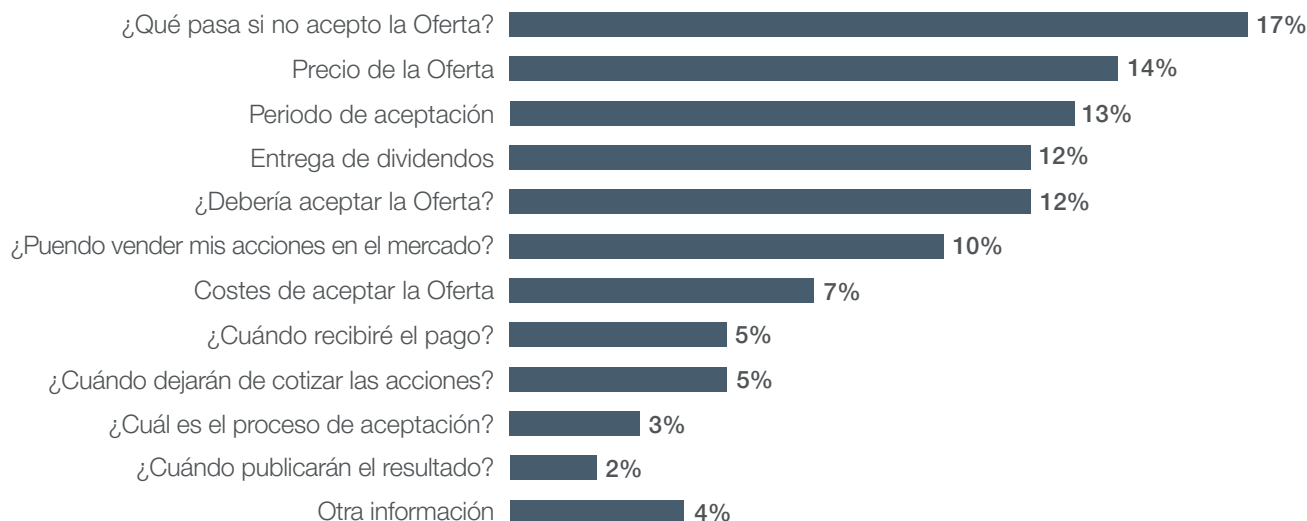
De las últimas seis campañas de contacto con *retail* en OPAs, dos fueron campañas *inbound*. En las otras cuatro campañas, el resultado del *matching* telefónico ha sido el siguiente:

Matching telefónico



En ocasiones los accionistas minoritarios desconocen los datos clave de las OPAs o tienen dudas acerca de las diferentes opciones que se les plantea. Por ello, en las campañas de contacto con accionistas minoritarios, los temas más recurrentes son qué ocurre si no se acepta la oferta y mayor información sobre el precio. Debemos recalcar que el papel del *Global Information Agent* en estas campañas es informativo, no de asesoramiento. El siguiente gráfico muestra las preguntas frecuentes realizadas durante las campañas *retail*.

Preguntas más frecuentes realizadas durante la campaña de contacto con accionistas *retail*



La experiencia de Georgeson como *Global Information Agent* en procesos de OPAs, indica que el comportamiento de los inversores *retail* difiere del de los inversores institucionales. Los inversores minoristas que logran ser movilizados por parte del oferente mediante una campaña informativa, llevada a cabo a través de diferentes canales y de acuerdo con un determinado plan estratégico, acuden a la oferta a lo largo del período de aceptación. Los inversores institucionales, sin embargo, suelen esperar hasta el momento en el que está a punto de finalizar el período de aceptación para acudir a la OPA.

Considerando que el paquete accionario que se concentra en manos de los inversores institucionales usualmente es superior al que se concentra en manos de los accionistas minoritarios, el impacto de este comportamiento se refleja en el incremento significativo del nivel de aceptaciones que se observa, especialmente, en los últimos días del período de aceptación de la oferta. Naturalmente, esto depende de la estructura del capital flotante de la compañía sobre la que se formula la OPA, y será más evidente en los casos en los que haya un bajo nivel de capital minorista.

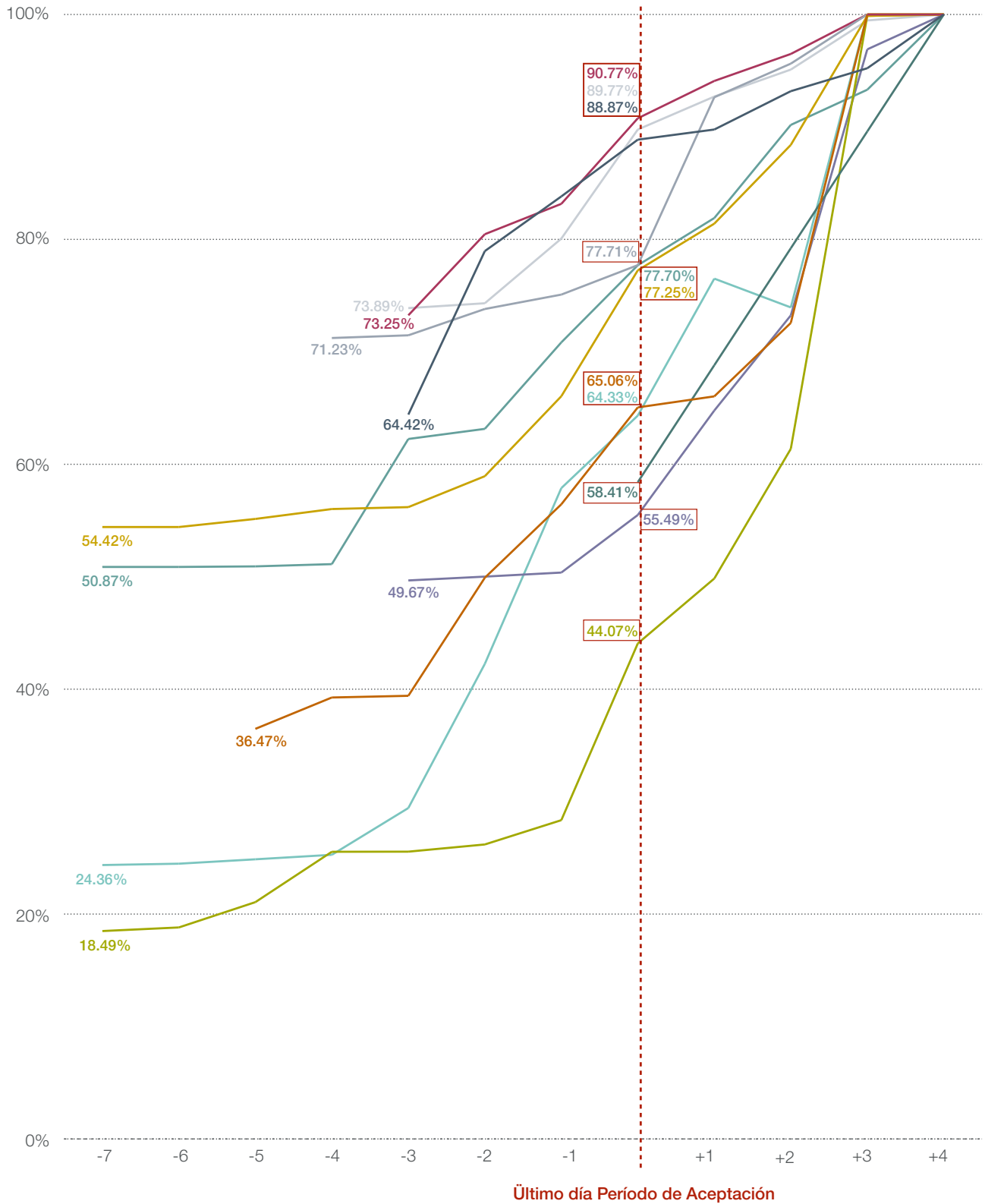
Es importante considerar que se han visto casos en las últimas OPAs en los que algún inversor o grupo pequeño de inversores que pueden tener grandes paquetes de acciones, debido a que están vinculados de algún modo a Target, participan en la OPA a lo largo del período de aceptación y no al final: en estos casos, la aceptación de la oferta se ha visto como una estrategia para enviar una señal al mercado que invite a otros inversores a tomar una decisión determinada con respecto a la oferta.

Si analizamos una muestra significativa de las últimas OPAs que se han llevado a cabo en España durante los últimos dos años, se observa que el mayor número de aceptaciones es recibido en los últimos días de la oferta. Específicamente, se aprecia un incremento medio significativo en el nivel de aceptaciones cuando faltan tres días para la finalización del período de aceptación.

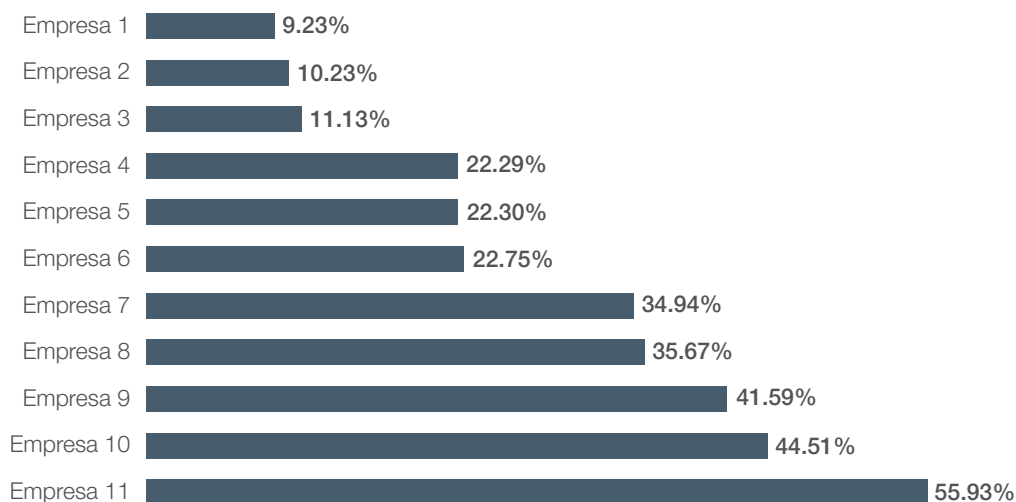
Tras analizar la progresión en los niveles de aceptación de algunas de las OPAs en las que Georgeson ha trabajado como *Global Information Agent*, se aprecia que el último día del período de aceptación se espera que, de media, haya llegado en torno al 72% del total de las adhesiones, siendo el T-3 el día en que se verá un mayor aumento en el nivel de aceptaciones recibidas hasta ese momento.



- Empresa 1
- Empresa 2
- Empresa 3
- Empresa 4
- Empresa 5
- Empresa 6
- Empresa 7
- Empresa 8
- Empresa 9
- Empresa 10
- Empresa 11



Diferencia de aceptaciones sobre el total de aceptaciones recibidas, desde la finalización del período de aceptación hasta la publicación del resultado definitivo en CNMV



El día de finalización del período de aceptación, el oferente no tendrá visibilidad del resultado final de la oferta y el número final de aceptaciones variará respecto del comunicado inmediatamente tras el periodo de aceptación. Esto se debe a las prácticas del mercado español en cuanto al actual proceso de transmisión de aceptaciones, que es más flexible que en otros mercados. En este proceso se involucran varios actores, entre los que se encuentran el banco agente, las entidades participantes de Iberclear y la red de custodios globales y locales extranjeros, que tienen sus plazos internos. Naturalmente, cada oferta tiene sus características particulares y no es posible prever cuánto podría aumentar el nivel de aceptaciones una vez finalizados los procesos a realizar tras la finalización del período de aceptación. Sin embargo, tras analizar algunas de las últimas OPAs llevadas a cabo, se observa que el nivel de aceptación medio registrado a partir del día de cierre del período de aceptaciones se incrementa en torno a un 39% de nuevas adhesiones.



8. La importancia de las relaciones con los *hedge funds* en una OPA

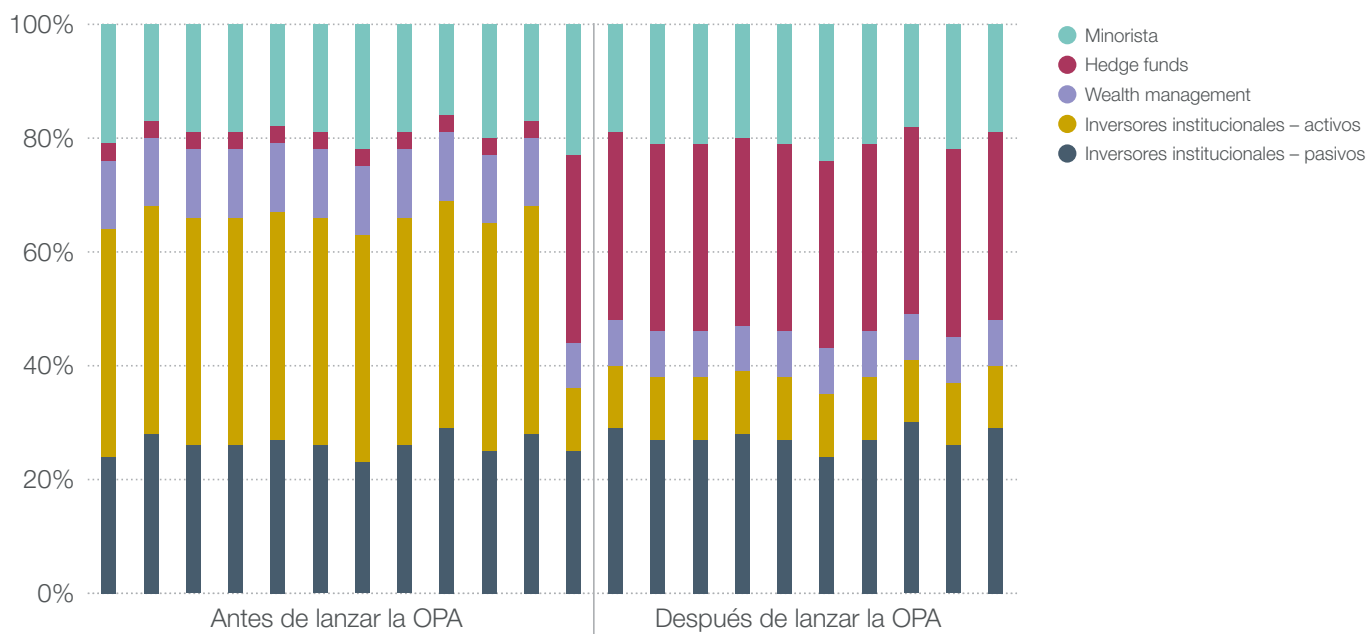
El arbitraje en las operaciones de adquisición de compañías cotizadas, conocido coloquialmente como arbitraje de riesgos o arbitraje de fusión (*merger arbitrage*), es una estrategia empleada por los fondos de cobertura o *hedge funds* que buscan capturar la diferencia entre el precio de mercado de Target y el precio de la OPA (conocido como "el diferencial" o *spread*).

Algunos fondos de cobertura se dedican exclusivamente a la estrategia de inversión centrada por eventos corporativos (*event-driven strategy*), mientras que otros implementan esta estrategia como una de muchas otras. Para tener éxito de forma sostenida, el inversor evaluará cuidadosamente las probabilidades de que se complete una operación, observando cada una de sus características y condicionantes, como competencia, las autorizaciones regulatorias, las aprobaciones de los accionistas y la solidez general del acuerdo de integración que determinaría la capacidad de cada parte para modificar o rescindir el

acuerdo. También considerarán el rendimiento del grupo de compañías pares de Target y el movimiento general del mercado para medir en tiempo real su potencial alcista frente a los riesgos a la baja. A estos efectos, los *hedge funds* no se comportan como inversores ordinarios que simplemente compran y venden acciones, sino que utilizan derivados como swaps de rendimiento total, los contratos por diferencias (*contract for differences* – CFD) y el apalancamiento.

Todos estos factores combinados se traducen en que la comunidad de fondos de cobertura que utilizan el arbitraje de fusión puedan representar rápidamente el 30, 40 o incluso el 50% del capital social de Target. Para los oferentes que ofrecen acciones como parte o como la totalidad de la contraprestación en una OPA, los fondos de cobertura "arbitrajistas" pueden cubrir su exposición ante la Target mediante la adquisición de una relevante posición corta, sensible a eventos corporativos, en el capital del oferente.

Típica estructura de capital de una compañía europea



Antes del coronavirus, la comunidad de fondos de cobertura “arbitrajistas” era extensa. En este sentido, en la primera mitad de 2019, casi todas las transacciones en Europa se negociaron *through terms*, es decir, el precio de mercado se mantuvo más alto que el precio de la oferta. Es legítimo cuestionarse cómo es posible, entonces, que este tipo de inversores obtengan un beneficio en la operación cuando compran a un precio más alto del que venden en la OPA. La respuesta está en una práctica polémica dentro del arbitraje de riesgo: el *bumpitrag*.

La razón por la que es atractivo comprar una acción en mercado sabiendo que probablemente se perdería dinero si se completara la OPA es porque existe la posibilidad, aunque sea pequeña, de que el oferente pueda verse obligado a mejorar los términos de aquella. Si suficientes fondos de cobertura “arbitrajistas” se ponen de acuerdo, la situación puede convertirse en un “duelo”³⁸ muy costoso.

Frente a la oposición activista de los *hedge funds* en estas operaciones, a veces sin una razón de base, ¿el oferente desistiría antes del acuerdo, pondría en evidencia a los arbitrajistas o aumentaría el precio de la oferta en un 5%? ¿o en un 10%? Varias OPAs han sucumbido ante la presión de la comunidad de arbitraje de fusión donde el oferente ha recibido un ultimátum: mejorar los términos o enfrentarse a una operación fallida. De hecho, cuando el oferente mantuvo su posición inicial algunas operaciones fallaron y unas pocas tuvieron éxito a pesar de las adversidades, mientras que otras se cerraron pagando a los arbitrajistas sumas importantes. No obstante, es una práctica que continúa funcionando para los *hedge funds* “arbitrajistas”, aun cuando no obtenga el resultado esperado siempre, ya que la mayoría de los inversores de arbitraje de fusión tienen un coste de capital extremadamente bajo y una tasa de retorno modesta de 10%-15% de TIR. De forma que, en un momento dado, solo necesitan tener éxito en una operación de cada seis o siete.

En ciertos mercados, los riesgos son más pronunciados debido a la forma en que se realizan las operaciones. Por ejemplo, en España, para realizar el *squeeze-out* se

necesita llegar al 90% del capital con derecho de voto y al 90% de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido la oferta. En Italia, el oferente tiene que haber adquirido el 95% del capital con derecho de voto en el plazo de los tres meses posteriores al cierre de la OPA, mientras que en Holanda el mismo umbral es requerido pero en relación con las acciones a las que se dirige la OPA. En Alemania, el proceso de toma de control favorece que los inversores realicen el *squeeze-out* de las minorías tras la operación lo que constituye un incentivo atractivo para evitar aceptar una OPA. En el Reino Unido, el umbral mínimo de aceptación es del 50% + 1 acción, pero la exclusión del mercado solo está disponible alcanzando el 75%. Cada uno de estos matices trae consigo oportunidades y riesgos para los oferentes, sus asesores y, por supuesto, los fondos de cobertura “arbitrajistas”.

El panorama actual es bastante diferente. Hay menos operaciones y mayores riesgos de proteccionismo por parte de los gobiernos. Todos estos factores exigen márgenes más amplios mientras que se reduce la certeza del éxito de la operación, por lo que los fondos de cobertura “arbitrajistas” exigen mayores rendimientos por cada punto adicional de riesgo asumido. Eso no quiere decir, sin embargo, que la comunidad haya estado poco activa sino que se ha estado centrando en otro tipo de estrategias, como la suscripción de acciones con descuento en operaciones de captación de fondos de sociedades cotizadas con necesidades de financiación o la toma de posiciones cortas ante determinadas operaciones corporativas.

Mirando hacia el futuro, cuando las operaciones adquisición e integración se reactiven, es posible para el oferente y sus asesores disminuir el riesgo de que su operación sea objeto de *bumpitrag* dedicando recursos para comprender la comunidad de *hedge funds* centrados en el *merger arbitrage*. El seguimiento cercano de los flujos comerciales, el análisis de los movimientos colaterales entre los custodios y el compromiso exhaustivo con la amplia comunidad de fondos de cobertura arbitrajistas pueden dar a los actores de una OPA la información esencial que necesitan en tiempo real para navegar con éxito a través de una operación de este tipo.

Qué hacer	Qué no hacer
<ul style="list-style-type: none"> - Asegurarse de que este tipo de inversor se tiene en cuenta dentro de la estrategia dirigida a los inversores de Target. - Proceder con precaución. - Asegurarse de que el equipo de asesores está trabajando en un mensaje específico dirigido a este grupo de inversores. - Comprender de qué manera mantienen estos fondos las acciones: en derivados o físicamente. - Estar en contacto con los custodios e intermediarios financieros que proporcionan la información a dicha comunidad de inversores. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ignorarlo, ya que este tipo de inversor puede llegar a mantener un elevado porcentaje de capital en poder. - Asumir el análisis realizado por este tipo de inversores: <ul style="list-style-type: none"> (i) No es necesario siempre compartir sus puntos de vista sobre la operación. (ii) Cuestionar y verificar la información sobre terceros proporcionada por estos inversores. (iii) Verificar la cantidad de acciones que dicen mantener.

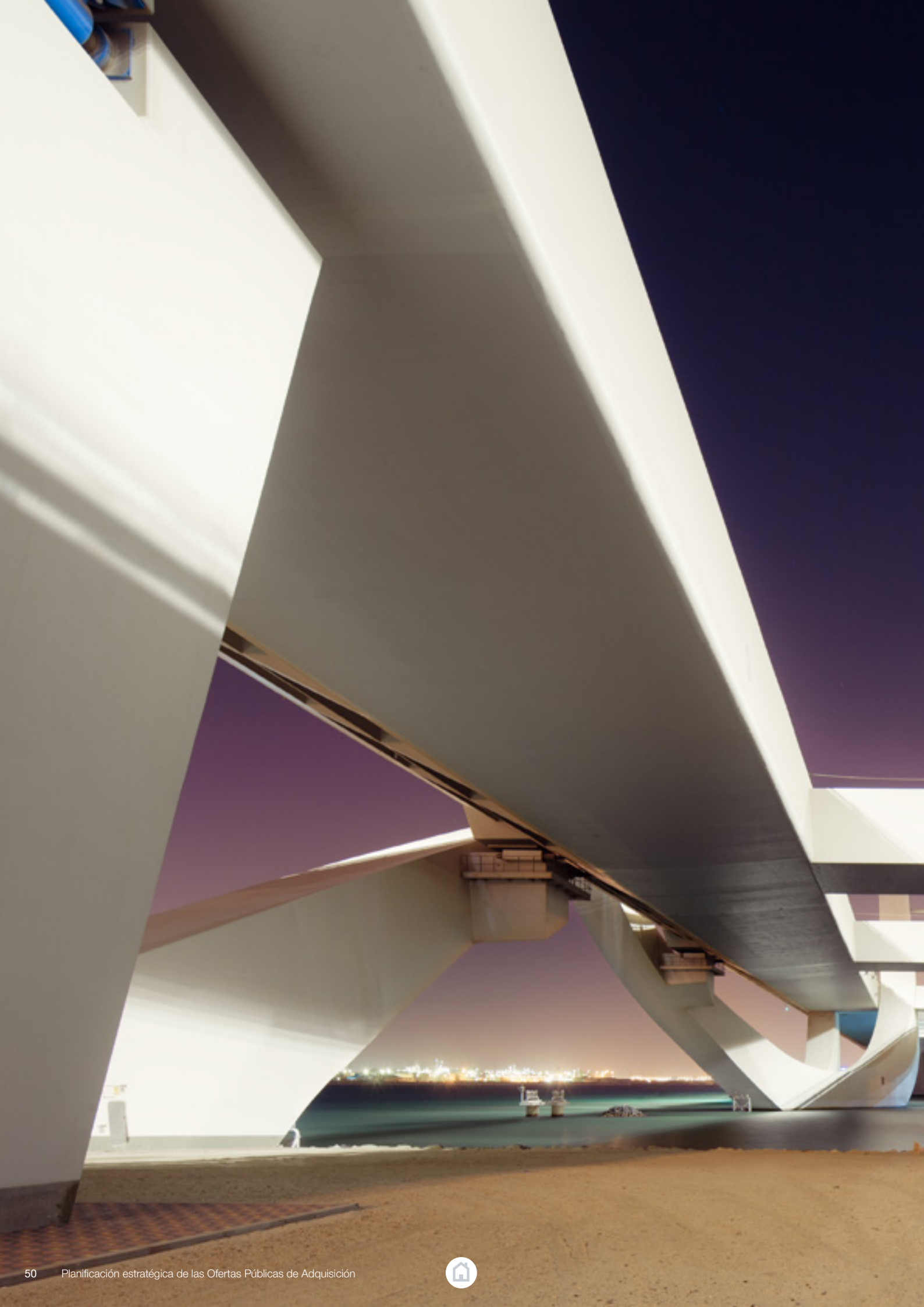
³⁸ El término anglosajón de esta situación es “juego del gallina” o *game of chicken*, una competición de automovilismo o motociclismo en la que dos participantes conducen un vehículo en dirección al del contrario. El primero que se desvía de la trayectoria de choque pierde y es humillado por comportarse como un “gallina”. El juego se basa en la idea de crear presión psicológica hasta que uno de los participantes se echa atrás.

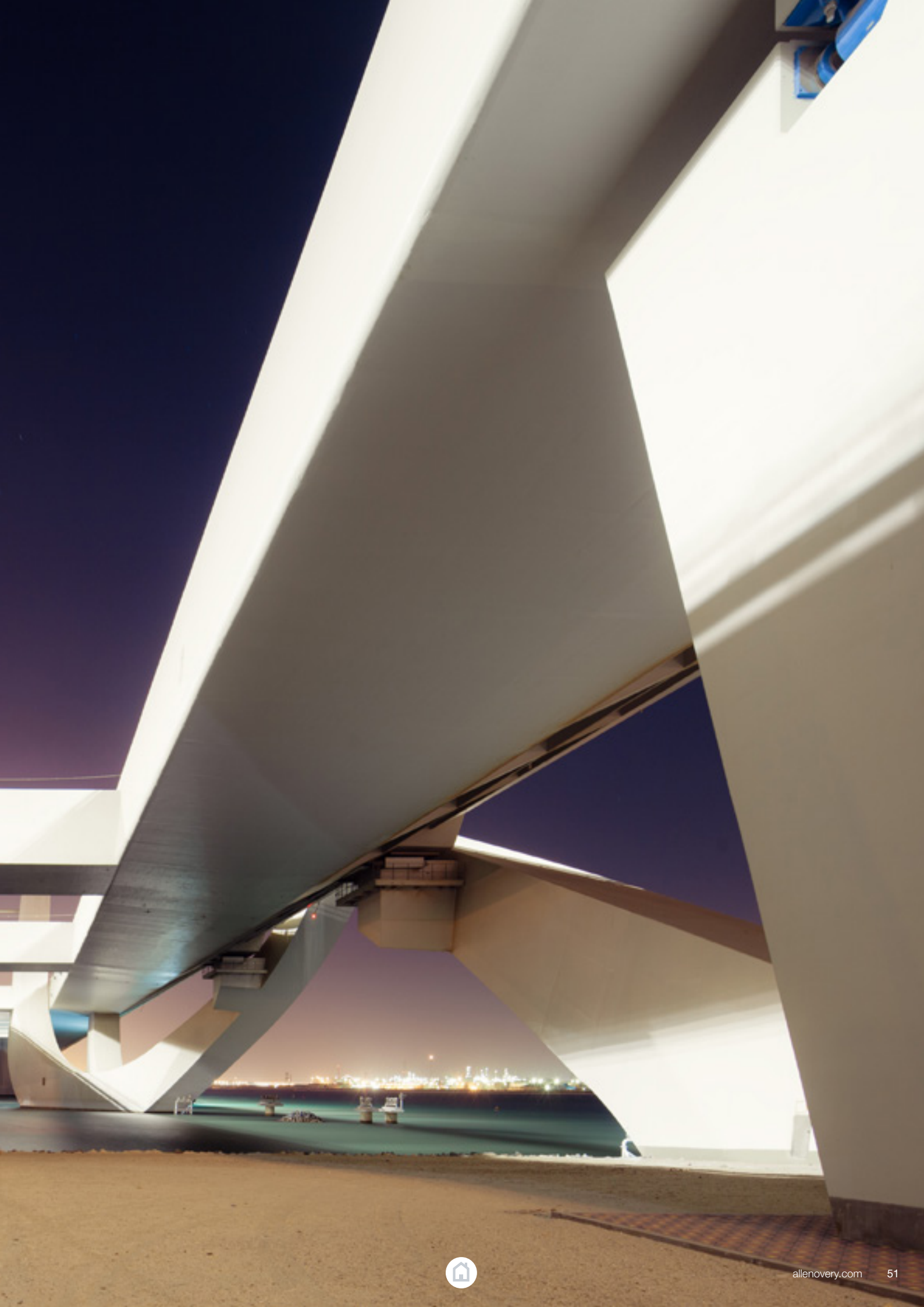


9. Conclusiones

- Las OPAs son operaciones complejas donde intervienen diversos grupos de interés. El éxito de la OPA va a depender, en gran medida, de una planificación previa y de la gestión estratégica del proceso.
- Las OPAs suelen exponer a los consejeros y directivos de Target a un escrutinio muy intenso por parte de accionistas, prensa, competidores, supervisores y, algunas veces, otras autoridades, por lo que estos deben estar preparados adecuadamente para afrontar dichas situaciones. Existen pautas adecuadas de actuación que deben ser seguidas para mitigar cualquier tipo de riesgo. En este sentido, es crítico contar con los asesores adecuados y que estos formen parte de un grupo de trabajo constituido *ad hoc* para la operación.
- Aunque las OPAs voluntarias no tienen que formularse, necesariamente, a un precio equitativo, justificar la adecuación del precio ofrece múltiples ventajas al oferente, entre las que destaca que el oferente que hubiera realizado una oferta voluntaria a un precio equitativo no tendrá que formular una segunda oferta obligatoria tras adquirir el control.
- Cuando la Target cuenta con accionistas de referencia, es frecuente que el oferente trate de acercarse a dichos accionistas para asegurar su apoyo a la OPA. Los compromisos irrevocables cumplen la doble función de asegurar el destino de una parte del capital de Target e incentivar la aceptación de la OPA por parte de otros accionistas. No obstante, es necesario conocer los riesgos y las implicaciones, relevantes, que en la estrategia de la OPA pueden tener dichos compromisos.
- Aunque no existe ningún concepto legal de “OPA amistosa” u “OPA hostil”, la relación entre el oferente y Target y la postura que su Consejo de Administración adopte ante la oferta son sin duda cuestiones fundamentales en el desarrollo de muchas OPAs.
- La relación entre el oferente y Target resulta particularmente importante cuando la compañía opada cuenta con un componente minorista elevado, con el cual puede realizar actividades de comunicación directa accediendo a los datos disponibles para la identificación de accionistas.
- Es fundamental contar con una estrategia de comunicación como paso previo al lanzamiento de la OPA, definiendo el grupo de inversores que serán foco de la campaña, los mensajes clave y los medios que se van a utilizar para trasladar los mensajes a los diferentes grupos de interés implicados en una operación de estas características. Para poder establecer una estrategia de comunicación exitosa, el oferente debe contar con la asesoría de firmas que le permitan entender cómo está compuesto el accionariado de Target, mediante el desarrollo de una identificación de accionistas.
- Durante el período de aceptación, el comportamiento de la comunidad inversora variará dependiendo del tipo de inversor: se espera la aceptación de los inversores minoristas a lo largo del período de aceptación, mientras que los inversores institucionales que decidan aceptar la oferta, lo harán a último momento. Generalmente, el mayor volumen de aceptaciones suele registrarse tres días antes de finalizar la oferta.
- Es importante que el oferente realice una monitorización constante de los cambios en el capital durante el período de aceptación, así como el comportamiento y la gestión de determinados inversores, como son *hedge funds*. Si este grupo de inversores logra alcanzar una posición relevante en el capital de Target, el oferente puede verse forzado, por ejemplo, a incrementar el precio de la oferta, para alcanzar los umbrales de aceptación necesarios para el éxito.
- En las OPAs realizadas en el mercado español, el oferente no tendrá visibilidad sobre los resultados de la oferta hasta días después de finalizar el período de aceptación, esto principalmente debido a los tiempos que toman los distintos actores que forman parte de la cadena de custodia internacional.
- Finalmente, las novedades normativas que recientemente se han introducido, o bien que serán de aplicación próximamente, van a exigir que compañías, accionistas e inversores tengan que adaptarse a cambios que tendrán un impacto relevante en la planificación y gestión de una OPA, además de a un entorno de mercado más volátil e incierto.







PRESENCIA GLOBAL

Allen & Overy es una práctica legal internacional con aproximadamente 5,500 personas, incluidos aproximadamente 550 socios, que trabajan en más de 40 oficinas en todo el mundo.

Allen & Overy se refiere a Allen & Overy LLP y/o sus empresas afiliadas. Allen & Overy LLP es una sociedad de responsabilidad limitada registrada en Inglaterra y Gales con número de registro OC306763. Allen & Overy LLP está autorizada y regulada por la Autoridad de Supervisión de la Abogacía de Inglaterra y Gales.

El término **socio** se utiliza para hacer referencia a un miembro de Allen & Overy LLP o a un empleado o consultor con una posición y unas cualificaciones equivalentes o un individuo con un estatus equivalente en una de las empresas afiliadas a Allen & Overy LLP. Una lista de los miembros de Allen & Overy LLP y de los no miembros que están designados como socios, están disponibles para ser fiscalizados en nuestra oficina registrada en One Bishops Square, Londres E1 6AD.