

## El Foco

# ¿Es hora de reformar la normativa de opas?

## Diez años después de promulgarse el real decreto, las grandes ofertas vuelven al mercado



JAVIER GÓMEZ

Abogado de 'corporate'  
de Pérez-Llorca

En el momento de escribir estas líneas, estamos siendo testigos de algunas de las opas de mayor importancia en la última década. Entre otras, la pugna entre dos gigantes internacionales como son Hochtief-ACS (cuya oferta está pendiente de autorización por parte de la CNMV) y Atlantia sobre una de las principales compañías del Ibex35 (Abertis), o la lanzada por Colonial sobre Axiare, en la que si bien no se anticipan ofertas competidoras, sí que supondrá la creación de un operador muy importante dentro de las sociedades inmobiliarias cotizadas. Además, cada día nos encontramos en la prensa con rumores sobre otras posibles operaciones, como una eventual oferta sobre Cellnex en el supuesto de que el oferente que finalmente logre el control de Abertis decida desinvertir su paquete de control en la compañía.

Otras de las operaciones de las que se habla son la posible fusión entre NH y Barceló (donde parece que la vía elegida sería la de solicitar una dispensa de opa a la CNMV por el sentido industrial de la operación) y la opa de Rayet sobre Quabit, en la que esta tiene una partici-

pación que ronda el umbral de control (30%) que, en caso de superar, le pondría automáticamente en situación de oferta obligatoria.

Asimismo, una posible operación sobre eDreams Odigeo, con la particularidad de que a esta operación le resultaría aplicable, para determinadas cuestiones (por ejemplo, contraprestación o contenido del anuncio y folleto), la normativa española, mientras que a otras (por ejemplo, umbrales de control o excepciones de formular opa) se les aplicaría la normativa luxemburguesa. Y todo ello sin contar con los análisis de la prensa económica identificando aquellas sociedades que se encontrarían a tiro de opa.

Desde la entrada en vigor del real decreto de opas en 2007, y sin contar con la oferta sobre Abertis, la CNMV ha autorizado un total de 54 de estas operaciones, de las cuales 20 han sido voluntarias, 13 han sido obligatorias, 18 de exclusión y 3 sobre sus propias acciones para posteriormente proceder a su amortización.

Además, la CNMV ha aprobado 12 dispensas de la obligación de formular opa, de las cuales cinco han sido por el sentido industrial de

una fusión, dos por capitalización de créditos en sociedades con dificultades financieras, dos por existir un accionista con un porcentaje superior a otro que había alcanzado un 30% de los derechos de voto, y finalmente dos han sido excepciones a la formulación de una opa de exclusión. También merece la pena mencionar en este punto la operación de adquisición de la totalidad de Banco Popular por parte de Banco Santander en la que no fue necesario el lanzamiento de una oferta.

Con independencia de estos precedentes, en un mercado de opas tan animado como el actual, y con perspectivas de que esta animación aumente, parece que estamos ante una muy buena oportunidad para poner a prueba el real decreto que las regula, recién cumplido su décimo aniversario. Se trata de una normativa que prácticamente no ha sido modificada desde entonces.

La única modificación se realizó durante los estertores de la crisis económica para evitar que aquellas entidades financieras que se quedaban con paquetes accionariales de sociedades cotizadas que no eran capaces de hacer frente a sus obliga-

ciones se vieran obligadas a lanzar ofertas por adquisiciones – involuntarias – de participaciones de control. Más allá de eso, la normativa ha permanecido invariable, sin perjuicio de los cambios en la Ley del Mercado de Valores relativos a las medidas de neutralización.

Será muy interesante ver cómo la CNMV se enfrenta, si todo sigue como parece en la operación de Abertis, a la regulación relativa a las ofertas competidoras. Desde la entrada en vigor del real decreto de opas solo hemos asistido a una declaración de ofertas competidoras: las de Hispania e Inmobiliaria Carso sobre Realia. Sin embargo, ello no sirvió para testar la norma porque Hispania desistió de su oferta tras la autorización por parte de la CNMV de la realizada por Inmobiliaria Carso.

En estos diez años de aplicación de la norma no hemos podido comprobar nunca la plena aplicación de las provisiones relativas al funcionamiento de las opas competidoras, que fue uno de los puntos donde el real decreto introdujo cambios respecto al régimen anterior a agosto de 2007. Durante todo este tiempo también hemos visto cómo determinadas

cuestiones en las que la regulación era de alguna forma limitada han tenido que ser resueltas mediante el análisis de precedentes de operaciones ya autorizadas gracias a la interpretación de la CNMV, más que sobre la base de la normativa de opas.

A modo de ejemplo, se podría analizar si conviene revisar la regulación relativa a la firma de compromisos irrevocables y sus consecuencias, ciertos plazos en relación con la modificación de ofertas competidoras que pueden ser algo confusos, o la efectividad del aval teniendo en cuenta la forma en que funciona la liquidación de las ofertas a través de Iberclear y sus entidades participantes. Tras estos años, conviene también preguntarse si no sería necesario realizar un examen profundo de esta normativa, por si conviniere realizar alguna modificación para adecuar la norma a la realidad actual, por ejemplo, el uso de información privilegiada en el marco de una opa dentro del ámbito del abuso de mercado. Ahora bien, esta revisión más profunda obligaría a plantear también una revisión de la normativa europea vigente, teniendo en cuenta los criterios de la ESMA.



Una revisión profunda de la norma obligaría a plantear un repaso a la normativa europea vigente, teniendo en cuenta los criterios de la ESMA

# indexacapital

Menos costes,  
Más rentabilidad

Carteras de fondos indexados  
Planes de pensiones

PRUEBA AHORA  
en [indexacapital.com](http://indexacapital.com)