

## **SOBRE LOS MODOS DE OPOSICIÓN A UNA OPA HOSTIL: BLINDAJES Y OTRAS MEDIDAS DEFENSIVAS\***

**ANÍBAL SÁNCHEZ ANDRÉS\*\***

*SUMARIO:* I. PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN Y SIGNIFICACIÓN CONTRADICTORIA DE LAS ESTRATEGIAS ANTI-OPA. II. CRITERIOS DE CLASIFICACIÓN DE LAS MEDIDAS ANTI-OPA. III. CONCEPTOS PREVIOS Y REFUTACIÓN DE IDEAS ERRÓNEAS. IV. RETÓRICA DEL LENGUAJE Y DE LA PRESENTACIÓN. V. LA PERSPECTIVA JURÍDICO-SOCIETARIA Y SUS ANTINOMIAS. VI. (Sigue) CARÁCTER *CONTRA LEGEM* DE LOS BLINDAJES SOCIETARIOS. VII. ENUMERACIÓN DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS. VIII. EPÍLOGO SOBRE EL RÉGIMEN DE LOS CONSENTIMIENTOS.

### **I. PLANTEAMIENTO DE LA CUESTIÓN Y SIGNIFICACIÓN CONTRADICTORIA DE LAS ESTRATEGIAS ANTI-OPA**

Nos corresponde hablar en el día de hoy sobre las estrategias que pueden ensayarse para resistir y oponerse a las mal denominadas Ofertas Públicas de Adquisición *hostiles*, calificación ciertamente expresiva y también suficientemente extendida, pero que también resulta con toda seguridad discutible, sobre todo si se acepta la llamada *función disciplinar* de las mismas.

Así es, en efecto, por cuanto suele admitirse de modo general que el lanzamiento de una Oferta Pública de Adquisición, dirigida a procurarse el control de una sociedad, no constituye por sí mismo un proceder *antijurídico*, tampoco es un comportamiento desleal o actuación de mala fe, ni puede entenderse siquiera como un tumor maligno, que algún destino fatal nos obliga a sufrir a modo de hecho bruto de naturaleza patológica; aunque naturalmente quienes administran y controlan la compañía objeto de cualquier Oferta Públi-

---

\* Lección impartida en el Instituto de Empresa el 26 de mayo de 2003.

\*\* Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad Autónoma de Madrid.

ca no solicitada miren tales operaciones con lógica desconfianza, y hasta prefieran explicarlas bajo cualquiera de esas formas, precisamente en la medida en que tales operaciones pueden (y suelen) poner en peligro su propia supervivencia. En la concepción declaradamente darwinista que intenta traducir aquella otra función disciplinar previamente recordada, la verdad sería justamente la contraria, puesto que es precisamente esa posibilidad de poner en marcha tales operaciones de toma de control la única que permite asegurar el funcionamiento “fisiológico” de los negocios, ya sea por su capacidad “correctora” de la defectuosa valoración bursátil de algunas empresas, merced a su poder para reestablecer alineamientos de intereses entre socios y gestores a menudo traicionados y, sobre todo, en cuanto contribuye a la selección de los directivos mejores, “depurando” la gestión incompetente de aquellos que se muestran más atentos a proteger sus prebendas y a perpetuarse en la poltrona que a la creación de valor para sus accionistas<sup>1</sup>.

Nosotros no vamos a discutir ahora esa concepción un tanto academicista, tributaria de la llamada doctrina de la “agencia” y propia de un mundo anglosajón, dominado por sociedades con capital disperso, a pesar de que la omisión de semejante controversia puede generar malentendidos de cierto relieve, sobre todo cuando se olvida que ni la estructura de la propiedad accionarial ni tampoco los hábitos de comportamiento de los gestores se corresponden completamente en nuestro ámbito financiero con los que prevalecen en otras latitudes<sup>2</sup>. Quizás por ello no son tampoco tantas las ofertas hostiles vividas entre nosotros, y muchas menos aún las que sus promotores han conseguido sacar adelante. De hecho, según el estudio empírico más completo que yo conozco sobre la materia, lo que suele llamarse en todas partes el “mercado” de *control corporativo* resulta ser entre nosotros en mucho mayor grado el resultado inducido de una regulación jurídica inequívocamente dispuesta a procurar la existencia de esas operaciones de toma de control y a mejorar su funcionamiento, que el fruto espontáneo de las fuerzas económicas. Y, desde este punto de vista, aunque en aras de la brevedad aquí hemos de prescindir del análisis de ese y otros temas sobre la fisiología y la patología de las OPAS, confiamos que la lectura directa del estudio referido pueda exone-

---

<sup>1</sup> Javier GARCÍA de ENTERRÍA, “El control del poder societario en la gran empresa y la función disciplinaria de las OPAs”, *RDBB*, 1992, p. 665 y ss., reproducido luego en *Estudios sobre OPAs*, I, 1999, p. 49 y ss. Dentro de la doctrina económica española *Vid*, más ampliamente, Benito ARRUÑADA, en escritos varios y numerosos, que arrancan del que se citará más adelante.

<sup>2</sup> *Vid* para el planteamiento de la agencia CARNEY, “Controlling Management Opportunism in the Market for Corporate Control. An Agency Cost Model”, *Wis.L.Rev.*, 1988, p. 385 y ss.

rarnos ahora de tener que profundizar en el tratamiento de todos esos otros asuntos conexos<sup>3</sup>.

Así pues, sea lo que fuere de aquella pretendida función disciplinar de las OPAS, y hayan sido muchas o pocas las ofertas de adquisición hostiles habidas entre nosotros, a partir de ahora nos ocuparemos de repasar las diferentes estrategias –también más abundantes en los libros que en la práctica–, susceptibles de ensayarse a la hora de resistir esas operaciones de toma de control. Y, a este respecto, conviene llamar la atención desde el primer momento sobre el hecho manifiesto de que aceptar semejantes estrategias de oposición a una OPA inamistosa supone nada menos que lanzar una sucesión de cañonazos a la línea de flotación del susodicho mercado del control corporativo, andanadas que resultarán tanto más graves para la pretendida eficiencia del mercado referido cuanto más abundante sea la batería de medidas que se considere admisible utilizar en la batalla<sup>4</sup>. De manera que, sin entrar todavía a enjuiciar en profundidad la solidez jurídica de semejantes planteamientos belicistas, espero se comprenda desde ahora que quienes creemos en la utilidad de ese mercado de control (no más de lo que conviene creer, pero tampoco menos), veamos con alguna desconfianza la orientación proclive a aceptar toda clase de acorazamientos y medidas defensivas bajo la que se mueven alguno de nuestros profesionales y especialistas más cualificados sobre el tema<sup>5</sup>.

Llegados a este punto, ya no es posible esconderse tras las espaldas de estudios ajenos en búsqueda de protección y es menester “mojarse”, explicando de antemano la grave contradicción interna que esa actitud “posibilista” supone, tanto respecto de una política económica orientada a facilitar la movilidad de los capitales en Europa y a romper toda clase de barreras monopolísticas, cuanto desde una política del Derecho fundada en el funcionamiento plutocrático de la sociedad anónima, entendida desde hace un par de siglos atrás como “máquina jurídica” capaz de articular una básica correspondencia entre propiedad, riesgo y poder, con objeto de permitir a quien mayor volumen de in-

<sup>3</sup> Vid, para los indicados, Inés PÉREZ SOBA, *Las Ofertas Públicas de Adquisición en España 1989-1996. El modelo de gobierno empresarial organizativo*, Tesis Doctoral, UCM, 2000, destacando esa precisa conclusión a las ps. 349- 350 y *passim*.

<sup>4</sup> Con orientación no siempre coincidente Cfr. SHUBIK, “Corporate Control, Efficient Markets, and the Public Good” en la obra de Coffee *et al.*, que se cita luego y también FISCHER, “Efficient Capital Market Theory, the Market for Corporate Control, and the Regulation of CashTender Offers”, 57, *Tex. L. Rev.*, 1978, p. 1 y ss.)

<sup>5</sup> Ramón HERMOSILLA, “Estrategias anti-OPA, financieras y jurídicas. Problemas registrales” en AA.VV., *La lucha por el control de las grandes sociedades*, Bilbao, 1992, p.305 y ss.

versión aventura una mayor capacidad de mando dentro de la sociedad, ya sea con OPAS o sin ellas. Y, puesto que de mando y de poder hablamos, permítanme que inicie desde ahora aquella explicación sobre el significado contradictorio de las llamadas medidas anti-OPA con auxilio de algunas categorías y experiencias de nuestra vida pública, por alejada que pueda parecer a primera vista semejante perspectiva del asunto que ahora nos ocupa.

Para empezar a entenderlo bastará recordar, de entrada, el muy curioso *Diccionario del Diablo*, publicado hace no tantos años por Ambrose Bierce, que –si la memoria no me traiciona–, es la obra donde mejor se caracteriza esa actitud de “oposición” y, en concreto, la realizada contra cualquier Gobierno político establecido, presentándola como una suerte de ejercicio ambivalente que consiste en “*ayudar con obstrucciones y objeciones*”. Semejante definición vale también para las OPAS, que, según lo adelantado, ayudan a preservar un uso correcto del control corporativo, obstruyendo y objetando el que *beati possidentis* y gestores de su confianza preferirían disfrutar sin tanto obstáculo; y, por esa razón, lo que sucede en nuestro caso con las medidas anti-OPA suele presentarse muy interesadamente como una suerte de mundo al revés: porque es más bien el “gobierno corporativo” de turno quien, al verse amenazado por la oferta inamistosa (que, en principio, es la oposición sana y la que el sistema patrocina), se encarga de poner en marcha los mecanismos de reacción correspondientes, actuando en consecuencia –igual que hoy sucede también en la confrontación partidista dentro de nuestro propio país– como una suerte de “oposición de la Oposición”. Esta es, sintéticamente expuesta, la radiografía del asunto que nos traemos entre manos. Por lo demás, los mecanismos de reacción de que vamos a ocuparnos son susceptibles de ser clasificados de muy distintas maneras, empezando por aquellas que atienden a un criterio basado en el momento cronológico en que tales medidas se articulan.

## II. CRITERIOS DE CLASIFICACIÓN DE LAS MEDIDAS ANTI-OPA

Siguiendo ese primer criterio *temporal* de distinción, suelen diferenciarse así las medias “preventivas”, diseñadas por anticipado, y las denominadas “defensivas”, articuladas a partir del momento en que se plantea la oferta hostil. Por lo general, estas segundas se basan directamente en la utilización de los poderes corporativos (de origen legal o recibidos por delegación), de que disfrutaban los administradores de la sociedad amenazada, siendo por ello su punto neurálgico, y también el tema principal de discusión a resolver, el tocante a su validez o, si se prefiere, a la compatibilidad o incompatibilidad del uso de esos poderes con la llamada *passivity rule*, prevista entre nosotros en el artículo 14

del Reglamento de OPAS; pues, como su nombre indica, las medidas defensivas se adoptan y desarrollan por los gestores obligados a abstenerse de acumular obstáculos en virtud de esa regla de la pasividad cuando ya se ha puesto en marcha la Oferta Pública. Las medidas preventivas, por el contrario, se llaman así porque preceden a la oferta y se configuran como un depósito de armas nutrido de antemano para ser usadas cuando se necesiten, esto es, una vez que ya ha sido planteada la batalla; y, vistas de este modo, este tipo de estrategias suelen exigir una mención expresa en los estatutos sociales de la compañía afectada por la OPA, ya se estipule desde su origen, es decir, al proceder a fundar la sociedad, bien se disponga después mediante una reforma estatutaria que cuente con el beneplácito de la junta general de la referida compañía. Articuladas de un modo u otro bajo el triple papel de armero, acorazamiento y búnker, estas técnicas de prevención suelen coincidir bastante exactamente con lo que yo mismo he llamado en otro lugar “cláusulas de blindaje societario” y aún hemos de volver sobre ellas.

Un criterio de clasificación tan sólo parcialmente distinto, entre otros muchos de los que no vamos a ocuparnos a fin de centrar nuestra atención exclusivamente sobre los principales, presta mayor importancia al criterio *funcional* y, con una perspectiva superiormente casuística, atiende precisamente a la manera en que esas técnicas preventivas o defensivas de oposición a la OPA engrazan con la lista de “competencias” que por cualquier título jurídico disfrutaban efectivamente aquellos administradores. Vienen a separarse de este modo, y por un lado, las medidas que simplemente se basan en el ejercicio de facultades gestoras u ordinarias, por otro, las que precisan la utilización de poderes de disposición para comprar o para vender, pasando luego, y en tercer lugar, por las que exigen el empleo de atributos y facultades personales u orgánicas en materia de representación de la sociedad a la hora de actuar en juicio o fuera de él, para terminar, en fin, con la mención de aquellas otras actuaciones que se basan en el ejercicio de cometidos distintos de cualquier otra naturaleza y varía condición.

El último criterio de clasificatorio que ahora merece la pena mencionar, dentro de esa orientación deliberadamente sintética en la que intentamos mantenernos, se refiere finalmente al grado de *eficacia* que presuntamente se supone pueden alcanzar las medidas que concretamente pretendan usarse en cada caso<sup>6</sup>. Debidamente, pues, esta clasificación a un tratadista bien conocido, según la propia terminología por él utilizada, este criterio de clasificación permite se-

---

<sup>6</sup> R.S. RUBACK, “An Overview of Takeover Defenses”, en la obra de Auerbach, Ed. *Merger and Acquisitions*, Chicago 1988, p 50.

parar aquellas técnicas cuyo efecto no suele ir más allá de obligar al oferente hostil a tener que retocar o mejorar las condiciones de la oferta (cosa que el referido autor califica de *mild resistance*), y aquellas otras de superior capacidad disuasoria, capaces incluso de enervar el lanzamiento de la OPA (*severe resistance*, bajo la misma terminología). Se abre la puerta de semejante modo a una distinción en apariencia más sólida, pero que, a juicio de muchos, presenta un superior relativismo; porque, dependiendo de las circunstancias de cada caso, medidas que en alguno pueden haberse mostrado efectivas quizás no logren el mismo resultado en otro diferente. No ha de extrañar por ello que nuestros prácticos, y en especial la corriente posibilista anteriormente mencionada, suelen manejar este criterio de clasificación con un cierto carácter auxiliar o, si quiere decirse así, complementario del principal o preferente.

Pero, ¿cuál de los tres resulta ser efectivamente el más atendible? Para los cultivadores del Derecho la contestación a esa pregunta es muy sencilla, porque siempre preferiremos aquel criterio de clasificación capaz de procurarnos alguna indicación sobre el régimen jurídico aplicable y –si posible fuera– también algún apunte sobre la validez de la medida (por ejemplo, cumplir lo que mandan los estatutos resulta a primera vista –aunque, como veremos, la cosa luego no sea tan clara– mayormente legítimo que esforzarse en improvisar sobre la marcha reacciones sin refrendo de la junta general). Desde ambos puntos de vista (validez y régimen), el criterio de la eficacia últimamente mencionado enseña una vez más las orejas de su debilidad; y no ha de sorprender en consecuencia que la doctrina mayoritaria –en este punto la jurídica y la económica caminan de la mano–, haya preferido decantarse por el primero de los métodos de clasificación anteriormente recordados por nosotros<sup>7</sup>. Por mi parte, no tengo especial predilección por esquema de clasificación ninguno y aún me atrevería a recordar el dicho popular, según el cual “cada maestrillo tiene su librillo”, si no fuera porque el criterio *casuístico-funcional*, recordado en segundo lugar, es el seguido entre nosotros por el actual Secretario del Consejo de la Comisión Nacional del Mercado de Valores; y parece razonable, en consecuencia, arrancar de esa presentación a fin de que todos ustedes, como profesionales obligados a moverse en semejante mundo, estén suficientemente familiarizados con las orientaciones que presiden el posicionamiento del regulador. A ella nos atenderemos, pues, tras abordar otras cuestiones previas más generales que tantos silencian de modo interesado, y no sin conceder su

---

<sup>7</sup> Vid respectivamente J. M. EMBID, “Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control: las cláusulas anti-OPA”, *RDBB*, 1990, p. 535 y ss. y entre los economistas F. L. de VERA, *Guía para el mercado de valores en España*, Madrid 2000, p. 268

privilegio al uso de académicos y *practicioners*, quienes suelen presentarnos el tema de las medidas anti-OPA siguiendo los catálogos prevaecientes en el mundo anglosajón, por más que en mi criterio –y celebro coincidir en este punto al menos con el planteamiento teórico que orienta el pensamiento de aquel concreto miembro del órgano de supervisión ahora recordado–, la existencia de no pocas diferencias entre nuestros respectivos sistemas legislativos impone cautelas algo más cuidadosas que las acostumbradas, a la hora de ensayar cualquier trasplante acrítico desde unos ordenamientos a otros; pues mucho me temo que los datos positivos y teleológicos que animan nuestra legalidad vigente recortan severamente la posibilidad de admitir en España medias defensivas acaso válidas en su sistema de origen<sup>8</sup>.

### III. CONCEPTOS PREVIOS Y REFUTACIÓN DE IDEAS ERRÓNEAS

Si nos hemos permitido aludir a la existencia de aspectos interesadamente silenciados más de una vez es únicamente por cuanto la determinación de la validez o falta de ella de cualquier medida defensiva frente a una oferta de adquisición hostil solo puede hacerse en función de los fines o intereses protegidos por cada concreto ordenamiento; y es manifiesto que en este punto nuestra Ley del Mercado de Valores se ha decantado por la protección del inversor (art. 13). Conviene precisar, para entenderlo mejor, que, a estos efectos, el “inversor” de quien nos habla esa Ley no es nunca –aunque en operación polémica reciente el Presidente de la CNMV haya sostenido públicamente lo contrario–, el accionista de un gran Banco o sociedad que cede sin OPA su paquete de control con prima escandalosa (ACS-Dragados); no lo es tampoco el accionista de la sociedad que plantea la adquisición hostil, pues, salvo en las ofertas de canje con valores por emitir, que permiten oponerse al aumento del capital, enervando la oferta (art. 24, 1, *b* del Reglamento de OPAS), los socios de la oferente apenas disponen de armas para impedir que sus gestores embarquen a su compañía en operaciones adquisitivas que los accionistas no comparten. En realidad el “inversor” cuya tutela intentan procurar aquella Ley y luego su Reglamento es simplemente el accionista de la sociedad afectada por la OPA, único llamado a decidir *uti singuli* (que tampoco *qua socius*), y mediante referéndum directo con todos los demás accionistas que nutren el capital de la sociedad, si esa oferta va aceptarse o rechazarse. Este entendimiento de los datos normativos, que es el que suele silenciarse, resulta definitivamente confirmado *ex artículo* 14 del Reglamento ya referido, que impone a los administrado-

<sup>8</sup> Cfr. especialmente José M<sup>a</sup> GARRIDO, “Tácticas defensivas frente a Ofertas de Adquisición hostiles: la experiencia anglosajona”, *RDBB*, 1991, p. 355 y ss.

res de la sociedad *target* u “objetivo” un deber de abstención extraordinariamente riguroso, para que su deseo natural de atrincherarse en el puesto que ocupaban no les lleve a emprender medias jurídicamente prohibidas por su capacidad para perturbar la oferta.

Se nos dirá quizás –pues en este punto los ejercicios de rábulas encuentran espacio abundante para desenvolverse–, que esta pieza central del ordenamiento aparece sancionada en una norma de rango simplemente reglamentario, mientras aquellas otras que proporcionan su cobertura a no pocas medidas defensivas encuentran acomodo directo en la Ley de Sociedades anónimas. Pero, sobre ser inexacto este último aserto, según intentaremos demostrar enseguida, lo cierto es que el aludido artículo 14 del Reglamento de OPAS se limita a prestar ejecución al mandato de otro texto legal de rango normativo equivalente a aquella misma Ley de Sociedades anónimas, pues desarrolla en concreto el artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores, donde de manera rotunda el propio legislador establece que “[R]eglamentariamente se fijarán:[...] las limitaciones a la actividad del órgano de administración de la sociedad cuyas acciones sean objeto de la oferta”<sup>9</sup>. De manera que, aun cuando no se diga exactamente lo mismo que se predica de tales administradores respecto del órgano deliberante de la sociedad, donde los dueños del capital ciertamente toman asiento (cosa que puede planear alguna duda acerca de la preferencia de la normativa en su conjunto por tutela plebiscitaria y dominical que preside la LMV o más bien por la accionarial o societaria que traduce la LSA en virtud de la regla de la mayoría), ninguna discusión puede haber acerca de la prevalencia del interés de los inversores-propietarios-accionistas sobre la conveniencia personal, e incluso sobre verdaderos intereses en otros contextos legítimos (v.g. los de continuidad de su relación laboral), de los administradores sujetos al referido deber de abstención. Por eso, aunque no siempre se expliquen las cosas de este mismo modo, aciertan quienes frente a la actuación interesada del *management* sostienen que la regla general entre nosotros es siempre la *prevalencia* de los intereses de los accionistas<sup>10</sup>; y por eso mismo hay que considerar derechamente desenfocada desde la perspectiva de nuestro ordenamiento aquella otra presentación del mundo “al revés” que recordamos al principio, a pesar de que mereced a un poder de persuasión que no reconoce fronteras y ayudado por alguna retórica bien dirigida, ha acertado a vender

<sup>9</sup> Algún planteamiento próximo en PRETTI y RESCIGNO, “La decorrenza della passivity rule tra delegificazione e sindacato giurisdizionale”, *BBTC*, II, 2000, p. 133 y ss.

<sup>10</sup> *Sic* Ángel ROJO, tanto en “Las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores en Derecho Español”, II, *BBTC*, 1994, p. 39 y ss. como en “Das öffentliche Übernahmeangebot in spanischen Recht”, *AG*, 1994 p. 16 y ss.



*urbi et orbe* como oro molido una visión contraria a la jurídicamente más correcta en principio (porque no es cosa de negar *a limine* la existencia de posibles episodios desvergonzados, que tampoco faltan entre nosotros), en la que sociedades inocentes, y accionistas más incautos aún, asisten como meros convidados de piedra a la expropiación de valores corporativos y personales que otros liquidan en beneficio propio como si siempre hubieran sido suyos. Y se comprende así que ante ataques presentados con o sin fundamento como algo injusto, todo el mundo se muestre dispuesto a echar mano de la eximente de legítima defensa, a pesar de que ya queda dicho también que en nuestro tema no se ve por parte alguna la nota de antijuridicidad.

#### IV. RETÓRICA DEL LENGUAJE Y DE LA PRESENTACION

Así pues, el primer triunfo de los partidarios de las medidas de resistencia ha sido acertar a presentarnos la OPA como un ataque felón o inmerecido. Tal estilo de tratamiento nos enfrenta a un tema ciertamente apasionante, que conviene valorar asimismo en sus correctos términos y que –dicho sea al modo de Galdós–, cuenta en casi todas partes con sus propios *Episodios Nacionales*; y, entre esos episodios pretendidamente “heroicos” naturalmente los mejor conocidos son también los pertenecientes a las diversas Guerras de la Independencia, sean domésticas o foráneas, que tales operaciones han protagonizado igualmente en casi todas las partes del mundo. Coleando todavía entre nosotros el fracaso de la oferta que un par de firmas italianas lanzaron sobre Metrovacesa hace bien poco, la mocedad del auditorio que hoy nos acompaña quizás no impide imaginar que algunos guarden cierta memoria de la revolución que entre nosotros supuso el intento del Banco de Bilbao de quedarse el año 1987 con el Español de Crédito, entonces una entidad financiera de tamaño mucho mayor que, con indignación propia de mejor causa, presentó la toma de control pretendida como el canje de las acciones de una sociedad robusta por simples “papeles” sin valor y además por emitir, o inclusive ayunos de cobertura<sup>11</sup>. Pero esa juventud de nuestra audiencia hace más hace difícil suponer el conocimiento por la mayoría de los presentes de que la primera OPA que tuvo lugar en nuestro país fue la que la firma Dow-Chemical *Aktiengesellschaft*, es decir, una sociedad alemana, planteó a principios de Diciembre del año 1970, y bajo un absoluto vacío legislativo, sobre Dow-Unquinesa, empresa igualmente química de nuestra cornisa cantábrica que, no obstante la semejanza de sus respectivos nombres no controlaba la sociedad oferente<sup>12</sup>. Probablemente,

<sup>11</sup>. AA.VV. *La OPA del Banco de Bilbao*. Bilbao 1987.

<sup>12</sup>. ZURITA, *La Oferta Pública de Adquisición [OPA]*, Madrid 1980, p. 102 en notas

para muchos resultarán incluso bastante más conocidas que nuestras propias crónicas financieras pasadas otros episodios extranjeros de naturaleza semejante, que tampoco es ocioso recordar como testimonio del uso de técnicas propagandísticas, algunos de los cuales merecieron tempranamente la atención de la primera doctrina española que, durante los años setenta del siglo pasado, empezó a ocuparse de la materia; porque, desde las cruentas batallas británicas de ICI frente a Courltaud o las francesas de BSN contra Saint Gobain, pasando por las grandes y polémicas operaciones que tuvieron lugar en USA, desde Nabisco o MGM, hasta desembocar en las más recientes y discutidas europeas entre Vodafone y Mannesmann, semejantes tebeos de hazañas bélicas ocupan ya voluminosas estanterías, capaces de generar un enorme interés, empezando por el que suscita de entrada la propia terminología manejada en ese sector para dar cuenta de semejantes fenómenos<sup>13</sup>.

Sin ánimo de agotar la lista de expresiones metafóricas, dicha terminología, y en especial la usada por la doctrina anglosajona, sugiere que existen ciertos “depredadores” o asaltantes potenciales, frente a los que habrá que intentar protegerse de antemano mediante la preparación de las oportunas “píldoras envenenadas” o el uso de los correspondiente repelentes para “tiburones”<sup>14</sup>; porque semejantes filibusteros siempre permanecen al acecho, dispuestos a quedarse con las “joyas de la corona” y aun a mancillar la reputación de empresas impolutas que, igual que las doncellas medievales, de no ser bastantes aquellas medidas preventivas, habrán de buscar a toda prisa –ya dentro del propio fragor de la batalla y al menos para que mejore la oferta– un esforzado “caballero blanco” (que en nuestro idioma sería preferible calificar por cierto con el nombre mucho más elocuente y eufónico de *paladín*), dispuesto a librar singular combate o a concurrir con otros lidiadores, igualmente ansiosos por librar ese torneo, en defensa de los honores empresariales ultrajados, tal como efectivamente hizo Banesto en ocasión del episodio mencionado más arriba. Así pues, entre los libros de caballerías y las novelas de piratas o bucaneros que al abrigo de un ataque por sorpresa aciertan a tomar “una cabeza de playa” (cuando no logran hacerse directamente con la plaza fuerte) puede componerse sin demasiada dificultad un riquísimo glosario de términos aplicables a las OPAS, que bien podemos empezar por los tocantes a esos tiburones, paladines y desembarcos varios. Se trata naturalmente de una termino-

<sup>13</sup>. Para otras consideraciones sobre la OPA últimamente mencionada BURGARD, “Kapitalmarktrechtliche Lehren aus der Übernahme Vodafone-Mannesmann, *WN*, 2000, p. 611 y ss.

<sup>14</sup>. Críticamente GILSON, “The Case Against Shark Repellents Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept”, *Stan. L. Rev.*, 1982, p. 775 y ss

logía particularmente querida por quienes ocupan su tiempo en la escritura y la lectura de la prensa económica, artífices denodados de una nomenclatura sobre el que ahora vamos a decir muy poco más; primero de todo porque mucho me temo que, de seguir por esos derroteros del lenguaje, se nos escape la esencia de lo que hablamos, y en segundo lugar, porque dicho vocabulario ya está hecho y quien quiera dominarlo puede repasar el apéndice que cierra una obra española bien conocida, que añade a otros méritos el haber inaugurado entre nosotros un nuevo estilo de tratamiento, por supuesto a la americana, para enfrentar el estudio de las fusiones y adquisiciones de empresas, así como también el marco regulatorio que preside su régimen jurídico en Derecho español<sup>15</sup>.

Así pues, y para no perdernos por los meandros del lenguaje, ¿de qué estamos hablando? Estamos hablando, en verdad, de algo bastante más hondo que el traspaso del control corporativo de las grandes sociedades cotizadas. Se nos dirá quizás que ese asunto ya es de por sí suficientemente importante dentro de la moderna economía capitalista; pero si quiere exponerse de la manera ciertamente mucho más exacta y rotunda bajo la que lo planteó cuarenta años atrás quien tuvo el acierto de vincular esos asuntos con las transformaciones experimentadas por la sociedad anónima moderna, de lo que en realidad hablamos es del *precio del poder* inherente al control económico de tales compañías<sup>16</sup>. Ese poder, dicho sea con toda claridad, es nada menos que un poder de vida o muerte, pues, como de todos es sabido, puede conducir al desmantelamiento de empresas que hasta el planteamiento de la OPA parecían perfectamente sanas, sin que nada hiciera sospechar de su fragilidad. Se comprende pues ese calificativo de *raiders* o “asaltantes” que —según hemos visto—, suele dedicarse también a quienes se dedican a hacer dinero, usando el de los demás para comprar o fusionar empresas que no piensan explotar en absoluto<sup>17</sup>. Y, efectivamente, así sucedió con abundancia en lo que se conoce como “la primera oleada” de fusiones y adquisiciones, que, con auxilio de los famosos *bonos basura* y a partir de los años sesenta de la pasada centuria, ha dejado para la memoria histórica el recuerdo de un patrón de actuación dirigido al enriquecimiento propio, del lado de los atacantes, y también de contemporánea destrucción de riqueza empresarial, esta vez incluso por el lado contrario de quie-

<sup>15</sup> Benito ARRUÑADA *Control y regulación de la Sociedad Anónima*, Madrid 1990, p. 343 y ss.

<sup>16</sup> BERLE, “The Price of Power: Sale of the Corporate Control”, 50, *Cornell L. Rev.*, 1965, p. 628 y ss

<sup>17</sup> COFFEE, LOEWENSTEIN, ROSE-ACKERMAN, *Knights, Raiders & Targets. The Impact of the Hostile Takeovers*, New York y Oxford 1988

nes sólo fueron capaces de defenderse de tales asaltantes mediante estrategias de *scorched earth* o “tierra quemada”, que conocemos bastante bien por las versiones edulcoradas de películas de Hollywood, “armas de mujer” incluidas, por traer a colación únicamente aquí los ejemplos de Melanie Griffith o el del protagonista masculino de *Pretty Woman*. De forma menos novelesca todas esas sofisticadas técnicas han sido calificadas por algunos estudiosos de la doctrina hoy conocida bajo el nombre de “Fraud-on-the-market-Theory” como ejemplos de “buena finanza, pero mala economía”<sup>18</sup>; y, en mi opinión, deberían bautizarse derechamente, y todavía con mayor exactitud, como ejercicio fraudulento de la llamada banca de “negocios”, si queremos recoger el título del libro científico más ambicioso que yo conozco sobre semejantes hazañas, de las que los Michael Milken, Ivan Boesky, Dennis Levine y otros visitantes de la llamada no por capricho *Predators’ Ball*—es decir, la conferencia anual de bonos de alto rendimiento de la firma Drexel, Burham, Lambert— eran por ciertos maestros consumados<sup>19</sup>.

Pero, aunque las compañías *Target* u objetivo consigan seguir viviendo después de la compra y/o la fusión bajo un nuevo grupo de mando sin llegar a ser vendidas en trocitos, son muchos los cambios drásticos que habrán de sufrir, en un proceso traumático de adaptación a un nuevo entorno que otros han calificado, en forma igual de expresiva, como de “domesticación de las corporaciones gigantes”<sup>20</sup>. Aunque entre nosotros las ofertas hostiles no han sido ciertamente la regla y buena parte de las que han intentado plantarse con ese carácter han fracasado de uno u otro modo (la de Gas Natural sobre Iberdrola es el último ejemplo), mayores imperios han caído; y, por eso, cuando los “bárbaros” se acercan a la puerta, resulta obligado preguntarse—y ojalá no sea por última vez— qué ha sucedido para llegar a situación tan desesperada<sup>21</sup>. Pues bien, en mi opinión, y dicho sea con alguna simplificación—por la que no me excuso ya que resulta necesaria para que los árboles no nos impidan ver el bosque—, lo que verdaderamente ha sucedido no es tanto que algunas tribus salvajes se muestren dispuestas a desbordar el *limes* cuanto que, en su deseo de fortificarlo, pequeños reyezuelos que se ven a sí mismos como encarnación de aquel imperio llevan años traicionando las esencias, y en este caso las más típicas, de la sociedad anónima entendida como “máquina jurídica”, según anticipamos en frase afortunada y tantas veces

<sup>18</sup>. MACEY y MILLER, “Good Finance, Bad Economics: An Analysis of the Fraud-on-the-market Theory”, 42, *Stan. L. Rev.*, p. 1059 y ss.)

<sup>19</sup>. *Vid.* Mary ZEY, *Banking on Fraud. Drexel Junk Bonds and Buyouts*, New York, 1993

<sup>20</sup>. NADER-GREEN-SELIGMAN, *Taming the Giant Corporation*, New York 1976

<sup>21</sup>. BURROUGH-HELYAR, *Barbarians at the Gate*, New York 1990

repetida del más famoso entre los privatistas franceses del Siglo XX, muy buen conocedor, por lo demás, de la evolución experimentada por ese y otros engranajes semejantes de la economía capitalista<sup>22</sup>.

## V. LA PERSPECTIVA JURÍDICO-SOCIETARIA Y SUS ANTINOMIAS

¿Cuál es la esencia de marras? Suele aceptarse que tan especial taumaturgia consiste precisamente en la capacidad de la gran sociedad anónima para “levantar” o recolectar capital (las anónimas “cerradas” y familiares –no nos engañemos– por difundidas que estén y aunque inclusive coticen en Bolsa, como también sucede entre nosotros, son variantes deformes de ese modelo); y acostumbra a entenderse también que tal aptitud para financiarse con el recurso al ahorro del público cobra ulteriores ventajas por la incorporación de la participación societaria a instrumentos de naturaleza circulante, que aseguran –en sentido contrario–, idéntico potencial de desinversión, si, por ejemplo, el socio necesita esos ahorros para operarse del estómago o sencillamente prefiere poner tierra por medio, marchándose de la compañía mediante el socorrido procedimiento que ahora usa llamarse “votar con los pies”, una vez más en expresión metafórica cuyo significado real es que prefiere dar mejor destino a su dinero. Pero, siendo ambas apreciaciones exactas, no es difícil comprender que tales atributos –facilidad para financiarse y simplicidad de los procesos de inversión y desinversión–, no son producto exclusivo de la forma social pues, con igual o parecido bagaje, los accionistas de una anónima pequeña están prácticamente condenados a permanecer prisioneros de su participación. De manera que lo que realmente dota a las estructuras societarias de esa taumaturgia es más bien la existencia de un mercado público muy activo para los valores que emiten esas sociedades –particularmente el mercado de acciones y otros instrumentos financieros que dan derecho a su suscripción o adquisición– lo que constituye seña de identidad aún más importante que las anteriores y me atrevería a decir que también *conditio sine qua non* para el desarrollo de tales corporaciones gigantes. Lo advirtió hace ya muchos años entre nosotros el profesor Garrigues, al recordar en qué medida el antecedente de la S.A., es decir, las primeras compañías coloniales, y la Bolsa misma nacen y evolucionan juntas en la Holanda del siglo XVII, como “hermanas gemelas” estrechamente emparentadas entre sí y de las que cada cual presta sus recursos a la otra, dicho sea con sus propias palabras<sup>23</sup>.

<sup>22</sup> RIPERT, *Aspects juridiques du capitalisme moderne*, Paris 1947

<sup>23</sup> “La reforma de la sociedad anónima y el régimen de la Bolsa”, *Coloquio de Derecho Bursátil*, Bilbao, 1970, p. 364.

Cuando la sociedad anónima se privatiza, generalizándose el uso de esa forma social a toda clase de negocios, empieza a romperse el viejo carácter oligárquico de ese modelo societario, un modelo que protagonizaron en origen los directores de aquellas empresas coloniales con escasa intervención de unos inversores (los institucionales incluidos, pues la Corona participaba a menudo en los negocios), atentos únicamente, como ahora, a la rentabilidad de la empresa en la que participan (hasta el punto de que la acción se llama así por la de carácter procesal que el socio disfruta para reclamar el dividendo). Y esa ruptura del poder cuasi omnímodo de los profesionales de la gestión de aquellas empresas semipúblicas desemboca paradójicamente en la construcción de la anónima como un pequeño Estado, mediante un reparto de poderes entre la soberanía popular que residen en la Junta de socios y el Gobierno de la empresa, confiado a administradores *amovibles*, según decía nuestro Código de comercio, por cuanto pueden ser revocados *ad nutum*, es decir, en cualquier momento sin necesidad de causa justa, por simple retirada de la confianza expresada por decisión mayoritaria. Esa comparación con la organización del Estado es, sin embargo engañosa, porque la anónima de nuestros días lucha todavía hoy – a pesar de la multiplicación de toda clase de Comités independientes (recuérdense los de auditoría, retribuciones y – ¿para cuando? – los de pactos parasociales), por conseguir órganos de vigilancia de la gestión, en primer término; y puede confundirnos también, y en segundo lugar, porque la batalla por el postulado igualitarista de la sociedad, expresado en la equivalencia “una acción, un voto” sigue sufriendo en la actualidad demasiados revolcones.

Aquí es a donde quería llegar para explicar la esencia traicionada de la sociedad anónima capitalista. Lo que se ha venido manipulando en todas partes, reimplantando el carácter oligárquico del modelo de origen, es lo que suele llamarse la “democracia societaria” y la correlación riesgo-poder en la que se cifraba la esencia plutocrática de la sociedad anónima privada: quien mayor volumen de inversión arriesga tiene derecho a mandar más, de suerte que quien disponía del cincuenta por ciento más una acción regía como monopolista los destinos de la sociedad. En evitación del posible abuso de la mayoría que esa situación puede favorecer se articularon dos medidas distintas: exigir quorums superiores o reforzados para sacar adelante cambios estatutarios o estructurales; o limitar el número máximo de votos que podía expresar el socio de control, tratando de romper así aquel monopolio, en el benevolente intento de que el accionista dominante necesitase siempre de algunos otros apoyos para sacar adelante los acuerdos sociales. Pero, en el fondo, estas medidas –que ahora se emplean para lo contrario de lo que se inventaron, tal como enseguida veremos–, se construyeron como la excepción que confirma la regla; y, por tanto, en principio, la mayoría del capital garantizaba el poder de gestionar la sociedad sin impedimento, in-

cluyendo, ya que no en teoría sí en la práctica, el privilegio de decidir sobre la vida o muerte de la empresa. Así pues, invertir lo necesario para mandar sin verdadera oposición es la auténtica cláusula anti-OPA y la única fórmula absolutamente infalible para poner a una compañía completamente al abrigo de asaltantes hostiles; pues el uso de otros procedimientos, por elaborados que nos parezcan o acaso inclusive por ello no siempre son capaces de garantizar semejante resultado<sup>24</sup>. De modo que quien quiera poner la sociedad al abrigo de enemigos ambiciosos tiene en su mano conseguirlo de modo irreprochable y absolutamente legítimo aumentando una participación accionarial, invirtiendo el dinero preciso para ello, y asumiendo directamente las consecuencias de la propia gestión. Ninguna sociedad cuya propiedad esté en manos de un grupo en más del cincuenta por ciento es susceptible de una OPA hostil. Porque la participación inferior no puede ser capaz de sacar adelante decisiones ordinarias ni mucho menos extraordinarias.

Pero, es cosa sabida, que todo el mundo quiere mandar arriesgando lo menos posible. Y por esa razón los poderes públicos, mediante las espurias *golden shares*, y los privados, mediante otras estipulaciones estatutarias, se han lanzado denodadamente a inventar estrategias varias que aseguren un mayor poder de voto que el que permitiría ejercer la fracción de capital que de verdad se arriesga. Donde se admiten las acciones de voto plural, como distintas de las ordinarias, el referido monopolio accionarial se obtiene sin invertir lo necesario por obra del dualismo que supone esa doble categoría de acciones, que viene a dejar en manos de unos pocos el poder que otros muchos abandonan. Pero, ¿qué vamos a hacer si tal abdicación es consentida, ya que algunos prefieren comprar acciones de menor contenido político? Por aquí aparece en espinoso argumento legitimador de la desigualdad por vía de consentimiento, del que luego nos ocuparemos. Donde el ordenamiento ve esa diferencia de voto con reparo, el dualismo referido, contra lo que pudiera parecernos, no se debilita sino que más bien se acentúa, es decir, se mantiene la igualdad de voto respecto de las acciones que lo tienen pero se construye a su lado otra clase distinta absolutamente desprovista de él, a la que hay que compensar con mayores derechos económicos, tal como hoy sucede en nuestro sistema. Y algún caso ha habido –como el del Banco Guipuzcoano, que he comentado yo mismo–, de acciones con voto de quita y pon para situarse al abrigo de una OPA en los que existiendo al principio únicamente acciones ordinarias en la sociedad de referencia se ha ofrecido luego *uti singuli*, a todos los accionistas que así lo quisieran, transformar temporalmente las suyas en preferentes sin voto, pero

<sup>24</sup> BREMIGAT, “Il n’existe pas d’arme sure contre le Opa”, 589, *Banque*, 1998, p. 29 y ss.

con opción a recuperarlo pasada la amenaza<sup>25</sup>. Pero, como la compensación económica de esa pérdida de poder político sigue siendo onerosa, a la postre casi siempre ha preferido seguirse un camino distinto, que entre nosotros ha constituido y constituye todavía la verdadera *poison pill* prevaleciente en Derecho español, es a saber, convenir dentro de los estatutos sociales en origen o mediante su posterior reforma una limitación del número máximo de votos que puede expresar un mismo accionista o grupo al amparo del artículo 105 LSA. En la práctica esto es lo que está sucediendo con numerosas sociedades, inclusive las pertenecientes al IBEX-35, siendo esta técnica el blindaje societario más socorrido entre nosotros

## VI. CARÁCTER *CONTRA LEGEM* DE LOS BLINDAJES SOCIETARIOS

Yo mismo he avanzado ya –y todos pueden consultarlo en el volumen correspondiente del Comentario de Civitas–, las razones por la que considero esta medida como estrategia inadmisibles<sup>26</sup>. Los argumentos son de diferente solidez y alguno de ellos ha sido criticado aparentemente con fundamento<sup>27</sup>, aunque las sentencias de nuestro Tribunal Constitucional en materia laboral (250/2000, de 30 de octubre y ya antes la 183 del mismo año, de 10 de julio), así como también las dictadas en relación con el derecho de asociación –que son los sectores que marcan el eje de coordenadas en que se inscriben los temas que aquí nos interesan–, al extender la eficacia del principio de igualdad a la relación entre particulares (que no solo frente a los poderes públicos y sin necesidad de recurrir a la *Drittwirkung*), empiezan a anunciar algún auxilio complementario para mis puntos de vista, precisamente allí donde mi pensamiento resultaba superiormente heterodoxo. Pero, en todo caso, se afiance o no la tendencia señalada, lo cierto es que, al plantar aquel rechazo pionero de las limitaciones del voto en el contexto de las OPAS, había que servirse de los argumentos que entonces teníamos a mano para intentar devolver su primacía al criterio hermenéutico fundamental de nuestro Derecho positivo, que el artículo 3º del Código civil sitúa correctamente en la interpretación finalista. Desde esa perspectiva sigo sin abrigar duda ninguna de que el uso de la limitación del voto como medida anti-OPA es contrario al sentido económico y, por supuesto, también al jurídico que respectivamente presiden el funcionamiento de nuestras instituciones: económicamente, como queda dicho, porque genera

<sup>25</sup>. Aníbal SÁNCHEZ, *Homenaje a Justino Duque*, Valladolid 1998, p. 613 y ss.

<sup>26</sup>. Con MENÉNDEZ y BELTRÁN, *Las acciones. Acciones sin voto*, Madrid 1994

<sup>27</sup>. *Vid.*, sobre todo Andrés RECALDE, *Limitación estatutaria del derecho de voto en las sociedades de capitales*, Madrid 1996



un monopolio ilegítimo a favor de los directivos y/o socios de referencia que no son titulares de verdaderas participaciones mayoritarias ni de control, articulando de paso a su favor y sin riesgo alguno para ellos una importantísima barrera de entrada en ese mercado de control, manifiestamente opuesta a la libre circulación de capitales en Europa y también a las protestas del liberalismo, más proclamado que efectivo, pronunciadas cotidianamente en nuestro país por quienes nos gobiernan; y, jurídicamente, nos encontramos además ante una utilización *contra legem* del artículo 105 de la Ley de Sociedades Anónimas, pues, como ya se ha dicho, ese texto se dictó justamente para rebajar un monopolio legítimo que no para articular otro indebido, según ahora sucede. Estamos, pues, ante un uso fraudulento de la norma que para lo que de verdad sirve es para sustraerse al imperio de la llamada “ley aplicable”. Y, en este punto, la cuestión no está libre de aristas ni siquiera en los ordenamientos más permisivos<sup>28</sup>.

Lo que mis argumentos no consiguieron erradicar entonces (y buena prueba de ello es que muchísimas sociedades del mencionado Índice siguen blindadas), empieza a dejar sentir ya sus efectos dentro de nuestro país, gracias al mayor poder de persuasión que frente al utillaje del Derecho ofrece el desarrollo efectivo de tanto acontecimiento escandaloso, con ofensa notoria de la sensibilidad social y aun la de aquellos sectores financieros capaces de advertir que la falta de credibilidad sufrida por los mercados va a retraer al público de exponer sus ahorros a técnicas de saqueo tan desvergonzadas como las que hemos estado padeciendo durante estos últimos tiempos. Alguna propuesta europea en materia de sociedades, como la 3ª Directiva, ya había intentado reprimir esta correlación una acción un voto; y la reforma más moderna de la sociedad anónima en Alemania, a partir de la llamada Ley de Control y Transparencia de 1998, ha terminado con la posibilidad de esgrimir limitación del voto, obligando a las compañías que la incluyeron en sus estatutos a tener que suprimirlo en el plazo de dos años. También el Derecho italiano, por obra del artículo 212 del *Testo unico dei Mercati Finanziari*, niega validez a tales cláusulas en caso de plantarse un Oferta Pública, cosa que en el Derecho francés proclama asimismo el órgano de supervisión de los mercados de valores (COB), recomendando a las sociedades que especifiquen en los propios estatutos que semejantes limitaciones decaen cuando esa oferta sobrevenga<sup>29</sup>. En el plano europeo los redactores del informe Winter habían propuesto, en parecida línea, que el oferente que triunfa en una operación de toma de control,

<sup>28</sup>. BHAGAT y JEFFRIES, “Voting Power in the Proxy Process: Antitakeover Charter Amendments”, *J. Fin. Econ.*, 1991, p. 193 y ss.

<sup>29</sup>. Con anterioridad *Vid* OPPETIT, “Plafonnement du droit de vote et OPA”, *Rev. Banc. Bourse*, 1994, p. 151 y ss

pueda “desblindar” la sociedad, y la última reforma de nuestro Decreto de OPAS parece querer seguir un camino semejante en lo que toca a la posibilidad de dar curso a OPAS condicionadas precisamente a la eliminación ulterior de ese y otros blindajes.

Estoy persuadido de que esta no es la mejor *sedes materiae* para resolver tales problemas; y dudo que mejore la protección del inversor, sobre el que ahora se desplaza el juego de una condicionalidad de la oferta que antes no padecía. Pero todo ese movimiento ya ha empezado a dar sus frutos; y los operadores económicos más sensibles al signo de los tiempos han empezado a ponerse a la cabeza de la manifestación, eliminando, ese tipo de previsiones estatutarias. Hay que recordárselo además a los poderes públicos porque la correlación riesgo-poder es también el principio básico —salvo en caso de que el buen funcionamiento de servicios de prestación universal exija cosa distinta— que ha determinado más recientemente la jurisprudencia europea contra las famosas *golden shares*; y, en un sistema de equivalencia entre iniciativa pública y privada, como el constitucionalmente existente en nuestro país (*ex art. 128 CE*), ese rechazo aporta parcialmente algún otro argumento más en la línea que yo mismo he venido patrocinando. Así pues, el desenlace de una experiencia que personalmente me ha resultado agrídulce parece confirmar la sentencia bíblica de que uno puede esperar tranquilamente a la puerta de su casa hasta ver pasar el cadáver de su enemigo; aunque en mi caso los primeros acompañantes del duelo han tardado en comparecer casi diez años.

No tengo tiempo ya para pararme en otros blindajes menos seguros como la renovación escalonada de miembros del consejo, la exigencia de quórum diferentes para proceder a su nombramiento, según se convoque la junta a instancia de los propios administradores o de algún accionista, la previsión de supermayorías para adoptar determinados acuerdos importantes, que son medidas también estudiadas por mí en aquella intervención de la Academia Matritense del Notariado a las que ya me he referido y a la que ahora nuevamente me remito. Quiero, sin embargo, matizar alguna autorizada afirmación que siendo quizás predicable respecto de los sistemas anglosajones me parece, no obstante, de aplicación algo más dudosa en nuestro Derecho<sup>30</sup>. Efectivamente no faltan autores para los que varios de esos blindajes se consideran como falsas tácticas defensivas anti-OPA, en la medida de que si la oferta es interesante, si los accionistas la aceptan y el asaltante hostil alcanza finalmente las mayorías necesarias, podrá modificar los estatutos, convocando la Junta y

<sup>30</sup>. COMMENT y SCHWERT, “Poison or Placebo? Evidence on the Deterrence and Wealth Effects of Modern Antitakeover Measures”, *J. Fin. Econ.*, 1995, p. 3 y ss.

votando las correspondientes reformas para eliminarlos. Pero acabamos de ver que algunas de esas supermayorías exigen al oferente un volumen de inversión que no se pidió a los anteriores socios dominantes (conviene recordarlo para que se vea una vez más su alcance discriminatorio), y que otras medidas, igualmente criticadas, niegan incluso el poder de convocatoria previo, que ahora intenta renovar entre nosotros la última reforma del reglamento de OPAS. Lo que sucede es que este postrer cambio de régimen no ha suprimido la OPA de modificación de estatutos —cosa que, en mi opinión debería haberse considerado—, con los consiguientes problemas de coordinación entre viejo y nuevo Derecho.

Y estas consideraciones deben bastar por ahora para entrar en la clasificación de otras medidas más propias del mundo anglosajón que los específicos *shark repellents* españoles que acaban de mencionarse. A falta en Derecho español de la figura de las *treasury shares* y del llamado *issued capital*, por una parte, dados los breves plazos de tramitación de la OPA en nuestro país, por otra, y tomando en consideración finalmente algunas diferencias más entre sistemas jurídicos, para mi gusto, la mayoría de esas soluciones extranjeras son incluso más difíciles de admitir jurídicamente entre nosotros que las hasta ahora mencionadas. Era menester, sin embargo, empezar por el análisis de los blindajes porque las tácticas anti-OPA más importantes, y por supuesto las únicas útiles, son aquellas que vienen directamente permitidas por la Ley. Si la política del Derecho es frenar las OPAS hostiles y favorecer la resistencia de quien las padece (es decir dar preferencia a los intereses del asaltado frente a las del asaltante), los abogados tienen por supuesto camino expedito para montar toda clase de impedimentos jurídicos dirigidos a construir lo que se llama *anti-takeover defenses* y hasta para convertir la sociedad en una auténtica *Corporate Fortress*<sup>31</sup>. Por ello, quienes glorifican la eficiencia del mercado de control norteamericano suelen omitir referirse a este factor contradictorio, vinculado a la llamada “competencia” entre los Estados de la Unión para regular esta materia. Y la carrera librada entre ellos para definir legislativamente las cláusulas defensivas permitidas no se ha resuelto precisamente en beneficio de la eliminación de posibles barreras de entrada frente a oferentes hostiles, sino en una legislación proteccionista, dirigida a salvaguardar de esas ofertas inamistosas al respectivo “campeón” doméstico de cada territorio. Déjenme que les aporte, para terminar con este punto, una relación bien expresiva de semejante resultado: Washington promulgó un *Statute* para proteger a Boeing; Minnesota para proteger a Dayton-Hudson; Massachusetts para pro-

<sup>31</sup>. BEBCHUK y FEWELL, “Federalism and Corporate Law: Teh Race to Project Managers from Takeovers”, *Columbia L. Rev.*, 1999, p. 1168 y ss., en especial a la 1180.

teger a Gillette; Missouri para proteger a TWA; Arizona para proteger a Greihound; Nord Carolina para proteger a Burlington; Wisconsin para proteger a G. Heilmann; Florida para proteger a Harcourt Bruce Jovanovich; New York para proteger a CBS<sup>32</sup>. Podíamos completar la lista con el sistema de cláusula general y, sobre todo, explicando en qué medida la llamada Corte de la Exce-lencia, es decir la *Chancery Court* de Delaware permaneció “agazapada” en espera de ver por donde iban decantándose los tiros hasta proponer una modi-ficación de la conocida *Business Judgement Rule*, que se limita a exigir una cierta *proporcionalidad* entre la agresión y las tácticas de defensa empleadas contra ella, pero que no ha impedido ninguna medida anti-OPA a pesar de los fabulosos conflictos de intereses que se generan entre los administradores que las diseñan y los socios a los que dicen proteger de la rapacidad de los tiburones<sup>33</sup>. Así pues, podemos empezar la relación de medidas recordando las que mejor expresan esos enormes conflictos de intereses, que es de lo que estamos hablando verdaderamente aquí, y nos bastará hacerlo siguiendo muy de cerca (aunque sin renunciar a incluir algún injerto propio), los planteamientos de quien, como queda dicho, encabeza hoy los servicios jurídicos de la CNMV.

## VII. ENUMERACIÓN DE LAS PRINCIPALES MEDIDAS

Las más conocidas son:

- a) *Cláusulas promanageriales*, es decir, aquellas estipulaciones de favor que ponen los Administradores en contratos propios o con terceros al amparo de su condición de órgano encargado de celebrarlos, permiti-endo la resolución de la relación obligatoria en condiciones ventajosa-s para el beneficiario u otras prerrogativas favorables que, al final, gravarán sobre el adquirente que tenga la desgracia de triunfar en la OPA planteada porque perderá contratos de suministro, deberá sopor-tar la anulación de cesiones de Know-how, tendrá que hacer frente al pago de “paracaídas dorados” y también de los llamados de “hojalata” o *tin parachutes*. Curiosa terminología, una vez más, para designar lo que catapultará a algunos afortunados a las páginas de *Forbes*: porque los primeros de esos paracaídas obligan al adquirente a asumir indem-nizaciones imposibles para los *managers* despedidos y los administra-

<sup>32</sup>. GARFIELD, “State Competence to Regulate Corporate Takeovers: Lessons from State Takeover Statutes”, 17, *Hofstra L. Rev.* 1989, p. 561

<sup>33</sup>. GILSON-KRAAKMAN, “Delaware’s Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?”, 44. *Bus. Law.* 1989, p. 247 y ss.

dores que se van; mientras que los segundos imponen esos aumentos de retribución para los que se quedan o para los trabajadores.

- b) *Compras y recompras defensivas*. Las primeras suelen referirse a la adquisición de otros negocios, cuya titularidad perturbará al oferente cuando entre en la sociedad cuyo control asume, por ejemplo, por exigencias de obtener autorizaciones antitrust o la obligación de realizar desinversiones. Y las *recompras* por su parte suelen ser de acciones propias o ajenas. La adquisición de las propias entorpece seriamente la OPA si queda poco *free float* disponible para el adquiriente (cosa rara entre nosotros por los límites de autocartera), y, sobre todo, la dificultan decisivamente si cabe una *self-tender* es decir lanzar una contra-OPA sobre las acciones propias antes de que el oferente desembarque en la compañía que las emite, tal como entre nosotros sucede con la llamada “de exclusión”, que puede ser consiguientemente una medida anti-OPA y además saca la sociedad *target* del mercado de valores<sup>34</sup>. La adquisición defensiva de acciones ajenas tiene, por su parte, como paradigma teórico (pues en la práctica se ha usado muy poco), la denominada “defensa PAC-MAN”, consistente en que la sociedad *target* lanza a su vez una nueva OPA contra la sociedad asaltante. En posición específica, y algo difícil de admitir entre nosotros por su carácter discriminatorio, aunque vaya acompañada de amortización y reducción del capital, se encuentra el fenómeno conocido como *green-mail* o recompra al atacante hostil de su participación en la *target* a mejor precio que el pagado poco antes por él mismo a fin de alcanzar ese porcentaje, con OPA o sin ella. Cabe igualmente la adquisición de paquetes de acciones de la compañía enemiga (por anticipado), para obligar a la misma a deshacer posiciones por vía de la limitación de participaciones recíprocas y aun para perturbar el funcionamiento ordinario de sus órganos sociales, incluyendo la impugnación del acuerdo de lanzamiento de la OPA, reacción defensiva para la que pueden bastar incluso paquetes pequeños<sup>35</sup>. En el contexto que nos ocupa estimamos, sin embargo, que como tácticas obstructivas de la oferta y mecanismos contrarios a los objetivos que definen la *passivity rule* consagrada asimismo en el artículo 14 del Reglamento, este tipo

<sup>34</sup>. CERCANO, “Acquisto di azione proprie come tecnica di difesa dalle scalate: la CEE rafforza il divieto”, *Riv. Soc.*, 1992, p. 1310 y ss.

<sup>35</sup>. Entre nosotros serían del 5% para lograr convocar la asamblea y ni eso para impugnar luego los acuerdos nulos: *Cfr.* BERCOVITZ, “Los acuerdos impugnables en la sociedad anónima”, *Homenaje a Broseta*, I, 1995, p. 373 y ss.

de medidas ha de verse con enorme reserva en nuestro Derecho, y desde luego rechazarse si se acredita esa orientación elusiva de la ley aplicable.

- c) *Ventas* (y/o “aparcamientos”), igualmente defensivos de acciones propias. En nuestro país recuerdo el caso de una constructora, hoy desaparecida, cuya “inocencia” como instrumento de gestión de las propias acciones de la dominante –por volver a la terminología que traduce las cosas en términos más presentables–, defendió a capa y espada en los primeros tiempos de la CNMV quien luego sería su segundo Presidente y autor de una bien conocida “Carta circular” en materia de autocartera; de manera que, con el mayor respeto para cualquier profesional (abogado en nuestro caso, *Stockbroker* en el norteamericano), tal como se dijo respecto del que fuera el primer *Chairman* de la SEC, parece efectivamente que para luchar contra las malas prácticas puede dar buen resultado “poner a la zorra a cuidar de las gallinas”. Innecesario es recordar igualmente la abundancia de supuestos en los que por todas partes se echa mano para fines semejantes a Fondos de inversión y Planes de pensiones, en especial por bancos que controlan sus gestoras y, por más que esa utilización deja con toda claridad en entredicho el carácter estrictamente *fiduciario* que se supone debe guiar la actuación de las Instituciones de Inversión colectiva<sup>36</sup>.
- d) Si hablamos del uso de poderes para enajenar no hay que olvidar naturalmente la *venta de activos* y, en particular de los más importantes, lo que (caso de resultar admisible) puede determinar, si la OPA triunfase, que el oferente se vea sujeto a pagar en exceso por una participación social cuyo valor ha sido “vaciado” previamente. Nuestro Derecho incluye ese supuesto para rechazarlo, entre las operaciones expresamente prohibidas por la *passivity rule*. Y aunque no se trate de “las joyas de la corona”, y aquello que se vende tenga inclusive significación secundaria y un efecto menor, todas esas operaciones ofrecen la particularidad, ciertamente paradójica, de que estas mal llamadas defensas resultan a la postre menos efectivas frente a tiburones, ya dispuestos de antemano a organizar una liquidación de bienes sociales que en este caso les llega directamente en *cash*, que respecto al oferente sincero que intenta mejorar de verdad la *performance* de una

<sup>36</sup> BINES, “Modern Portfolio Theory and Investment Management Law: Refinement of Legal Doctrine”, *Columbia L. Rev.*, 1976, p. 721 y ss.

sociedad mal gestionada. En realidad esta política de “tierra quemada” es la única, que yo sepa, rechazada por todos los ordenamientos, de manera prácticamente unánime.

- e) *Lock-up tactics*. En la medida en que las estrategias auto-destructivas anteriores resultan positivamente vedadas en la mayoría de los ordenamientos y desde luego en el nuestro, se han buscado otras variantes aparentemente compatibles, y articuladas mediante la concesión a terceros de simples opciones de compra, bien sea sobre las propias acciones (*stock Options*), o sobre los mencionados activos (*Option in respect of assets*, que es como de verdad se montan en estos últimos tiempos las llamadas *Crown Jewel Tactics*). En realidad tal subterfugio apenas enmascara aquella política de “tierra quemada”, ya comentada con anterioridad, puesto que las opciones suelen otorgarse por debajo de los precios de mercado y si llegaran a incumplirse las entregas del subyacente hay que abonar además severas penalizaciones. Aunque el objeto de la opción sea un simple paquete minoritario (como sucede con las llamadas *leg-up* y *toehold*), el aspecto más temible de todas estas tácticas, donde se admiten, resulta ser también el de su efectividad; porque la eventualidad de ejercicio de las opciones hace que las acciones, los activos y, en definitiva, la sociedad amenazada en sí misma valgan efectivamente mucho más en manos de los actuales administradores que bajo el control del oferente o cualquiera otras personas<sup>37</sup>.
- f) El *fraude procesal*. No creo necesario advertir que la *passivity rule* no cambia la legitimación para litigar, ni recordar que la Junta es órgano carente de proyección externa. De modo que los administradores conservan durante la OPA la representación en juicio de la sociedad y no les resulta demasiado difícil enredarse, aunque se sepa que van a fracasar, en todo tipo de pleitos por violación del Derecho de la competencia, de otras exigencias específicas en sectores regulados (banca, seguros, comunicaciones, energía, etc.), lo que en USA se ve multiplicado por la diversidad de legislaciones territoriales aplicables y ha recibido además un campo suplementario de juego a través de la Ley Rico de 1997 que sanciona la actividad de las organizaciones corruptas (mafia, lavado de dinero, narcotráfico). Estas técnicas de plantear toda clase de demandas pueden dar resultado, por cuanto los tribunales suelen resistirse como primera medida a negar esa constitutiva legiti-

---

<sup>37</sup>. Vid., por otro lado, KAHAN y KLAUSER, “Lockups and the market for Corporate Control”, *Stan. L. Rev.*, 1996, p.1539 y ss.

mación a los administradores para pleitear y luego a estimar demostrado el fraude procesal en un comportamiento que, ya queda dicho, suele presentarse amparado bajo el manto de la legítima defensa; y, al final, será necesario por tanto que el oferente (si triunfa), u otros accionistas (defraudados por perder la prima si fracasa), tengan que ejercitar eventuales acciones de responsabilidad frente a los gestores para intentar paliar los daños que tales recursos judiciales hayan podido producirles *medio tempore*<sup>38</sup>.

Muy diferente del fraude procesal es por supuesto solicitar la comparecencia como “interesado” en los procedimientos administrativos que correspondan y hayan surgido como consecuencia del lanzamiento de la OPA. Abrigo no pocas dudas de que el Reglamento de OPAS quede bien servido si, en aplicación de normas generales de la Ley de Procedimiento Administrativo –que sólo deberían entrar en juego ante una laguna que en el punto que nos interesa no logro apreciar–, los administradores pidieran a la CNMV que les reconozca un papel distinto de aquel de evacuar el informe sobre la oferta, que casi como cometido único (si olvidamos la representación), les ha reservado nuestro Derecho positivo. Pero en cambio no encuentro impedimento para solicitar ante otras sedes, como la Comisión de la Energía, de las Comunicaciones, Servicio de Defensa de la Competencia etc., y demás instancias donde obren abiertos procedimientos distintos que atañen a la sociedad afectada por la OPA, el reconocimiento de esa condición de interesado. En esa línea me parece admisible, cuando menos, permitir la realización de alegaciones en *interés de Ley* (por ejemplo las mismas que podían plantearse en el informe de los Administradores sobre la OPA), y para llevar a conocimiento del mercado –por conducto esta vez de la propia CNMV– aquellos *hechos relevantes* que puedan estar necesitados del conocimiento general, cosa que indudablemente sucede cuando el oferente oculta endeudamientos significativos, silencia la necesidad de proceder a realizar desinversiones, etc.<sup>39</sup>

<sup>38</sup>. Otras consideraciones en J. GARCÍA de ENTERRÍA, “Los recursos y acciones contra la OPA como medida defensiva”, *RDM*, 1991, p. 423 y ss.

<sup>39</sup>. No olvidar el supuesto inverso, estudiado entre nosotros por SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, sobre “OPAS y responsabilidad ante el oferente de los administradores que realizan afirmaciones incorrectas como medida defensiva”, *RDBB*, 1990, p. 973 y ss.; y confróntese asimismo DE CARLOS BERTÁN y CÁRDENAS SMITH, “Obligaciones de información del órgano de la sociedad afectada y limitación de actuación durante la OPA”, en la propia revista, 1992, p. 523 y ss.



- g) *Delegación a los administradores para emitir valores* (acciones y obligaciones, convertibles o no), cuya venida al mundo sirve para disminuir o hacer más caro el paquete que logra aglutinar el asaltante hostil. Difíciles de admitir semejantes tácticas allí donde, como sucede entre nosotros, la *passivity rule* sustrae directamente a los gestores ese poder (salvo en ejecución estricta de acuerdos anteriores de la Junta y ajenos a la OPA), la pregunta que al respecto habría que hacerse es, ¿habrán de considerarse igualmente inválidas tales delegaciones si se convienen anticipadamente en los estatutos o mediante reforma de estos con las mayorías reforzadas que exige la Ley y los administradores se limitan luego a procurarles la ejecución prevista? Incluso en los países más permisivos esta cuestión se ha debatido vivamente al calor del tema de la famosa píldora envenenada (*poison pill*), que fue “construida” por Martin Lipton el año 1982, articulándola precisamente sobre esos modelos de delegación a los administradores para emitir valores. La defensa en cuestión ha pasado después por tres variantes distintas, aunque todas ellas suponen una autorización en blanco al consejo de administración para emitir instrumentos circulantes que, en realidad, son una suerte de derechos de suscripción de nuevas acciones, concedidos a todos los socios de manera gratuita por un plazo muy largo (diez años). Como, en tanto no se aumente el capital no se separan de la acción y se negocian con ella, no aumentan el poder de voto; y tampoco existe el riesgo de que la opción para adquirir acciones vaya a ejercitarse, porque, el precio del ejercicio es tan alto entre tanto la píldora no se active que más vale comprar acciones viejas directamente. Pero cuando se plantea la adquisición hostil de un porcentaje dado (20 ó 30%), el régimen de esos instrumentos varía. Pueden negociarse separadamente del primitivo valor madre que los incluía y permiten suscribir acciones nuevas a precio muy bajo (incluso a la mitad de su valor), o en otros términos ventajosos. No estará de más añadir, antes de penetrar en la descripción de sus diferentes variantes y a fin de comprobar el significado contradictorio de las medidas anti-OPA tantas veces recordado, que semejantes derechos de suscripción resultan profundamente anómalos no sólo por la amplitud temporal que los distingue, sino por el hecho mismo de que llegue a resucitarse para resistirse a la OPA una preferencia del socio que en sistemas, como el de Estados Unidos, lleva desmantelándose de forma implacable desde hace más de un siglo con argumentos dignos de mejor causa<sup>40</sup>.

<sup>40</sup> Cfr. Mi estudio “Apunte crítico sobre algunas propuestas de reforma de la Ley del Mercado de Valores dignas de comentario”, *RDBB*, 1998, p. 839 y ss.).

En la primera variante de píldora envenenada ese derecho de suscripción se proyecta o extiende (y por eso la modalidad original se llama *flip-over*), a las acciones de la sociedad oferente, razón por la cual, no siendo su socio de control antes de la OPA titular de la sociedad *target*, no disfruta tampoco esa opción, sino que sólo la padece cuando fusiona su propia compañía con la adquirida. Si la OPA no va seguida de fusión, u otros sistemas equivalentes de agrupación o integración empresarial entre ambas sociedades, el oferente hostil no tiene ese grave problema y ello reduce la eficacia de la píldora. Razón por la cual otra variante de segunda generación vino a eliminar tal inconveniente, estableciendo el “repliegue” (*flip-in*), de los documentos de suscripción hacia acciones nuevas de la propia sociedad *target*, realizables a precio ventajoso, merced a la posibilidad de suscribir un capital ampliado que tampoco puede utilizar el oferente hostil, el cual paga entonces una cantidad prohibitiva por un paquete de acciones que realmente va a disfrutar sensiblemente “diluido”. Hay una tercera versión, conocida precisamente como “dorar la píldora”, que tampoco es realmente un antídoto frente al veneno, ya que lo que cambia en ella es la concesión al adquirente hostil, a modo de caramelo, del derecho suplementario de convocar una Junta General, para intentar persuadir en ella a los socios de la *target* de que se abstengan de suscribir, aunque los administradores hayan activado la píldora, emitiendo muy baratas acciones nuevas. En todas sus versiones, ese doble poder que reciben los administradores (de crear los valores que contienen la píldora, primero, y activar el veneno, después), hace que el oferente hostil tenga poco provecho en plantear directamente la OPA a los socios de la *target*, porque los administradores de dicha compañía afectada pueden “contestar” de inmediato con alternativas más ventajosas para sus propios accionistas, de manera que, si al adquirente le interesa realmente la sociedad “objetivo”, tendrá que negociar (le guste o no), con su *management*, que siempre tendrá en su mano la llamada “defensa Nancy Reagan”, esto es, *just say no*<sup>41</sup>.

## VIII. EPÍLOGO SOBRE EL RÉGIMEN DE LOS CONSENTIMIENTOS

Hemos de concluir ya, diciendo que las tácticas defensivas no defienden a la sociedad. En ocasiones no defienden absolutamente a nadie y perjudican a todos. Otras protegen, como mucho, a los administradores (que no a los so-

<sup>41</sup>. PRENTICE y LANGMORE, “Hostile Tender Offer and the <Nancy Regan Defense>: May Target Boards <Just say no>? Should They be allowed to?”, 15, *Delaware J. Corp. L.*, 1990, p. 372 y ss.; GILSON, “Just Say No to Whom?”, 25, *Wake Forest J. Rev.*, 1990, p. 377 y ss.

cios) y, por consiguiente, en este segundo caso, han de ser miradas con enorme recelo, cuando menos si la *policy* del ordenamiento es proteger al inversor, según sucede entre nosotros. Déjeme que les explique para terminar por qué razón el inquietante argumento de que el conflicto de interés entre administradores y accionistas no existe, o que, cuando concurre, cabe purgarlo mediante el consentimiento descansa sobre premisas un tanto falsas.

La alegación principal para sostener la inexistencia de conflicto real consiste en recordar el dato cierto de que los administradores están sujetos a defender siempre el interés “social” e, incluso, que son ellos prácticamente los únicos que lo manejan en los sistemas anglosajones, aunque sea como agentes fiduciarios de los accionistas, en aplicación de la *business judgement rule*<sup>42</sup>. Y ello es así suponiendo, naturalmente, que no haya otras cláusulas estatutarias anti-OPA. Porque, cuando tales estipulaciones se dan, lo que se nos dice es que, como simples servidores de ese interés ajeno, los gestores se limitan a implementar, aunque personalmente no les gusten, las medidas previamente aceptadas por todos para defenderse, ya se adoptasen tales remedios desde que se fundó la sociedad o se introdujeran al cambiar sus estatutos. Toda la argumentación está formalmente bien articulada; pero suponer que quien ve en peligro su puesto de administrador va proseguir manteniendo “alineados” sus intereses con los de los accionistas carece de realismo. Por eso, actualmente se sostiene que lo único que verdaderamente evita el atrincheramiento de los directivos son las indemnizaciones millonarias que reciben en caso de despido, compensaciones consentidas de modo anticipado por los accionistas y que hay que juzgar *ex ante* (cuando se conceden), y no *ex post* (cuando se pagan); porque, de otro modo, dentro de un mercado tan competitivo como el de la alta dirección, no hay garantía de poder contratar a los profesionales mejores. Yo he recordado en otro lugar lo difícil que resulta encontrar caso ninguno de un alto ejecutivo (competente o menos importa poco), cesado por cualquier firma representativa que no acabe siendo contratado por otra<sup>43</sup>. Pero debo añadir a mayores que, aunque así no fuera, valorar las indemnizaciones de antemano, en

<sup>42</sup>. En USA, tras sucesivas actualizaciones, la obra más autorizada al respecto sigue siendo la que firman BLOCK, BARTON y RADIN, *The Business Judgement Rule. Fiduciary Duties of Corporate Directors*, New York, 2000; fuera de ese ámbito, *Vid.* FARRAR, “Business Judgment Rule and Defensive Tactics in Hostile Takeovers Bids”, *Can. Bus. L.J.*, 1989, p. 17 y ss.

<sup>43</sup>. *Vid.* respectivamente mis trabajos “Las Stock Options y las fórmulas mágicas de la Ciencia Jurídica”, en esta revista, 2000, p. 21 y ss. y luego “Stock Options, asistencia financiera de la sociedad y otras paradojas. El revés de la trama”, con ALONSO, DESDENTADO Y LIMÓN, *Stock Options. Tres perspectivas*, Madrid 2002, p. 13 y ss. y en ambos estudios referencia a las posiciones contrarias que se comentan).

lugar de hacerlo a posteriori, es ciertamente algo explicable en teoría (nadie paga indemnizaciones no previstas y menos de gran cuantía); pero, en la práctica, es también la única manera de eliminar el conocimiento de lo que de verdad importa, a saber, la repercusión real que esa medida va a tener sobre la sociedad y sobre sus accionistas cuando haya de producir efecto.

Por este lado asoma las orejas nuestro segundo tema de meditación, tocante esta vez, a la existencia de un verdadero consentimiento capaz de purgar el conflicto entre administradores y socios. Aunque la OPA está pensada para permitir el ejercicio de consentimientos individuales (el referéndum de los inversores también puede decantarse a favor de los antiguos gestores), mientras el Derecho de sociedades funciona, por su parte, sobre la base de otro mecanismo simplemente mayoritario, ni siquiera este último es verdaderamente posible en una sociedad abierta, donde los socios presentes y los inversores futuros podrán adherirse a lo que los fundadores pusieron en origen o a lo que luego los administradores proponentes de las reformas estatutarias sucesivas consiguen hacer valer en una junta. Pero es obvio que un verdadero poder de configuración de las medidas anti-OPA no existe (no conozco ninguna propuesta de reforma estatutaria promovida por socios de a pie o “reconstruida” en la asamblea); y, por tanto, decir que el consentimiento se expresa en la mera compra de las acciones –o en la existencia de un procedimiento de reformas estatutarias dentro de asambleas ordinarias o extraordinarias a las que asistiremos como el convidado de piedra con una participación infinitesimal– es un buen ejemplo del falso contractualismo que tantos predicán hoy. No negaré que los juristas positivos nos debemos a las reglas del juego y en el Derecho de sociedades los procedimientos son éstos, incluso cuando, como dice el Evangelio, hay que poner la otra mejilla; pero espero se me aceptará, cuando menos, que considere como respuesta simplemente mecánica admitir a pies juntillas que una previsión anticipada en estatutos carente de toda referencia a una operación definida o –lo que acaso es peor– la intervención sucesiva de la junta, que viene a incorporar a ellos las medidas defensivas que interesan a los administradores amenazados que las promueven, resulta capaz de eliminar o reducir el conflicto de intereses que emerge precisamente entonces entre esos gestores y los socios<sup>44</sup>.

En realidad cualquier cláusula de ese estilo –original o sobrevenida– que haga mención de una eventual toma de control por un tercero lo que supone justamente es lo contrario, esto es, viene a hacer expreso el conflicto referido y trata de resolverlo al revés de lo que patrocina lo que antes he llamado la

---

<sup>44</sup>. De modo similar también GARRIDO, *Ob. y lug. cit.*

“ley aplicable”. ¿Cuál es esa ley? Pues sencillamente que cuando la OPA se produzca queda en suspenso la legitimación (substantiva, que no la procesal), de los administradores para actuar. Si me permiten decirlo con cierta simplificación y alguna rotundidad, la presentación de la OPA pone entre paréntesis las reglas del contrato de sociedad y la competencia de los órganos corporativos para actuar en base al interés común, entre otras cosas porque no es ese interés social el que está en juego sino el singular de cada inversor a decidir si su dinero va a seguir alimentado el antiguo proyecto empresarial o prefiere recuperarlo cuando aparece otro que se anuncia distinto. Ciertamente es muy fuerte predicar esta suspensión de competencias respecto de la Junta General como órgano de expresión de la voluntad colectiva, ya que no conozco ningún ordenamiento que lo proclame así de modo expreso. Pero en cambio dicha limitación resulta positivamente sancionada en casi todos los sistemas jurídicos modernos respecto de los administradores merced a la *passivity rule*. De tal manera que lo que verdaderamente hacen las medidas preventivas legalmente autorizadas (por eso dije que cláusulas anti-OPA propiamente dichas sólo pueden serlo efectivamente aquellas que caben dentro de un permiso previo concedido por la Ley), es anular de antemano el efecto de esa regla paralizante, que resultará abrogada si cuando llega el momento de procurarle aplicación no puede alcanzarla al encontrarse ya “desactivada” de antemano. Tal derogación privada de una regla pública es el resultado al que efectivamente arribamos si permitimos que la autonomía de la voluntad pueda prevalecer sobre una solución de *ius cogens* y significado claramente imperativo.

Luego, si queremos de verdad que el mercado de control funcione sin barreras, sin tener que discutir *ad casum* cada día concretas medidas anti-OPA, habrá que prohibir este tipo de cláusulas estatutarias, o más sencillamente impedir que lleguen a cotizar en Bolsa las sociedades que las tengan. Si quiere seguirse la primera vía y hacerse con carácter general, bastará que el Derecho declare como no puestas las que prevean una regla especial para ese acontecimiento futuro. Aparece aquí un nuevo dato para contrarrestar el presunto carácter consentido de tales reglas estatutarias ¿Por qué razón? Porque prevenir de antemano lo que ignoramos si nos va convenir o no ante un determinado evento cuyo alcance desconocemos es cosa muy difícil de ponderar y, para inversores no sofisticados, supone una decisión prácticamente imposible. Por esa razón, si el centro de gravedad del discurso lo desplazamos desde del marco societario al propio del mercado de valores, como hace nuestra regulación, advertiremos también mucho más claramente que la forma de solventar el conflicto se articula sobre una decisión que no se basa en el juicio fundado que predica la LMV y a la que evidentemente falta el requisito de *full disclosure*. De hecho, y dejando a un lado el dato de que la convocatoria de la Junta y el

ejercicio del derecho de información no lograría establecer todas las variables que puedan llegar a plantearse mucho tiempo después, la circunstancia de que las reformas estatutarias anti-OPA se acompañen siempre de caramelos (distribución de reservas, concesión de derechos de suscripción ventajosa, mayores dividendos, etc.), nos advierte de que lo que se intenta en verdad, como antes dijimos, es “endulzar” la toma de unas medidas que no son siempre serán tan favorables.

Y, si desde el Derecho del Mercado de Valores nos trasladamos, en fin, al patrimonial común, la cosa es todavía más rotunda; porque la OPA es una oferta de contrato dirigida individualmente a todos y cada uno de los accionistas, donde los administradores de la cosa común nada tienen que decir y aún resulta dudoso –según lo anticipado– que debe dejarse incluso espacio a la actuación de la Junta, merced a decisiones mayoritarias que sustituyen aquel juicio individual. ¿Por qué razón? Porque las ofertas de contrato recibidas *uti singuli* sólo deberían aceptarse o rechazarse del mismo modo, sin que una presunta voluntad colectiva interfiera en el desarrollo de nuestra decisión personal. ¿Imagina nadie que, cuando alguien ofrece a cada uno de los hermanos copropietarios de una ganadería comprarle su parte, el administrador de la misma tiene que ponerse a buscar un caballero blanco o convocar a todos ellos a una reunión para tomar medidas contra una oferta que, si no interesa, cada uno es libre de rechazar? Pues la cosa no es muy distinta en nuestro caso, donde las cláusulas defensivas predisuestas son una suerte de renuncia a recibir esas ofertas (más sus competidoras), y las reformas posteriores adoptadas cuando ya se ha concretado el conflicto de intereses un cómodo sucedáneo para evitar la decisión individual, enmascarándola bajo una voluntad corporativa que realmente lo que hacer es suprimir la personal y única que procede. Mala defensa para tutelar nuestros derechos y todavía peor si queremos preservar la cota de ese poder de vida o muerte de que hablábamos al comienzo de esta charla y que (por lo menos en nuestro Derecho), la Ley quiso dejar en manos de inversores informados y no de quienes administran el dinero de los demás, aprovechando el telemando que nos permite cambiar la programación del aparato por mecanismos de control remoto. Me excuso por el esquematismo del discurso; pero sigo pensando –como lo hacía ya cuando publique aquella primera reflexión sobre las cláusulas de “blindaje societario”–, que devolver al discurso jurídico algo de sencillez y realismo es la única manera de volver por los fueros del Derecho entendido como ordenación, en un espacio en el que tantas gentes prefieren manejarlo como enredo.