

La obligación de formular OPA en caso de exclusión y de reducción de capital mediante adquisición de acciones propias

M^a Belén González Fernández

Profesora Titular de Derecho Mercantil

Universidad de Málaga

Publicado en: *Sociedades cotizadas y Transparencia en los mercados*, Tomo II, Alonso Ureba/ Rodríguez Artigas/ Fernández de la Gándara/ Velasco San Pedro/ Esteban Velasco/ Quijano González (dirs.), Roncero Sánchez (coord.), Pamplona, Thomson Aranzadi, 2019, págs. 897-919. ISBN: 978-84-1309-277-5

I Introducción

En la categoría general de OPAs obligatorias –frente a las voluntarias– a la que se refiere el artículo 2 del Real Decreto 1008/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (RDOPA), podemos diferenciar entre aquellas que tienen como justificación la adquisición del control de la sociedad afectada, ya sea ese control de carácter cuantitativo o de carácter cualitativo; y las que tienen otras motivaciones distintas. En este último grupo es en el que se encuentran las denominadas OPAs por exclusión (arts. 10 y 11 RDOPA) y las OPAs por reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias (art. 12 RDOPA).

No estamos, por tanto, ante supuestos en los que es el cambio de dominio en la propiedad o en el control de la gestión de la compañía, lo que obliga a una entidad a ofrecer a los socios de la sociedad afectada la compra de sus acciones, que suele ser el supuesto más habitual. De hecho, ese es el prototipo de OPA que prevé la Directiva de OPAs (Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004 –DOPA–) en la que se basa nuestro actual sistema al respecto. Son aquí otras las circunstancias que motivan la obligatoriedad de formular la oferta. Además, estamos ante lo que la doctrina ha denominado OPAs reflexivas (v. TAPIA HERMIDA, A.J., (2008), pág. 21), es decir, OPAs en las que normalmente la sociedad oferente será la propia sociedad afectada, que se dirigirá con ella a sus propios socios. Debe advertirse que este carácter no impide que en su formulación estas OPAs cumplan con los requisitos informativos en los que, en general, se sustenta la protección de los inversores en el mercado de valores (v. sobre el particular ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., (2017)).

En el primero de los casos –el de las OPAs por exclusión–, la oferta debe formularse como consecuencia de que la sociedad ha decidido voluntariamente excluir sus acciones de la negociación en mercados secundarios oficiales. En el segundo, porque la sociedad decide reducir su capital adquiriendo sus propias acciones. Respectivamente, ante tales decisiones se verán alteradas la liquidez de las acciones (v. CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., (2012). También SÁNCHEZ CALERO, F., (2009), pág. 238 y ss., que recuerda que, aun siendo la más trascendente para el socio, no es la pérdida de liquidez la único que experimentará, sino también la pérdida de información y transparencia de la sociedad o la pérdida de la supervisión y vigilancia por parte de la CNMV) y la participación misma del socio en la sociedad. La obligatoriedad de la OPA que impone

el legislador español en ambos casos (que no venía obligado a ello por la DOPAs) procura paliar los efectos negativos que tales consecuencias pueden tener sobre los accionistas o, al menos, pretende tutelar adecuadamente sus intereses (PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J., REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., (2016), pág. 29 versión electrónica).

Como puede advertirse, se trata de ofertas públicas que han de formularse obligatoriamente, porque la legislación las impone como consecuencia de una decisión voluntariamente adoptada por la sociedad emisora y por la que ella misma resulta afectada, lo que en algún caso podría llevarnos al equívoco de pensar que, en el conjunto de la operación, la OPA realmente debiera considerarse como voluntaria, pero no es así.

Veremos en estas páginas las particularidades que en estos casos tienen las ofertas públicas de adquisición de acciones que, siendo obligatorias, como decimos, no quedan sin embargo sometidas al régimen general de las mismas, sino que cuentan con un régimen especial. En realidad, se apoyan en dicho régimen general para después exceptuarlo en diversas ocasiones: reglas de fijación del precio, modalidad de la contraprestación a entregar por el oferente, etc.

Aunque las dos modalidades tienen su regulación algo más detallada en el RDOPA, ambas tienen también una base legal en el artículo 82 del Real Decreto Legislativo 4/2015, de 23 de octubre, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley del Mercado de Valores (LMV), la primera; y en el artículo 338 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 (LSC), la segunda. Es decir, dentro del marco general regulador de la actuación de las sociedades cotizadas en el mercado de valores, en el primer caso; y dentro del marco general regulador de las operaciones puramente societarias, en el segundo.

No nos detenemos, por cuestiones de espacio, en la interesante cuestión del tratamiento de la autocartera que en ambos casos se genera en la sociedad cotizada (lo tratábamos en GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M^a B. (2011), págs. 210 y ss.)

II OPA en caso de exclusión de la cotización

1. Cuándo debe formularse una OPA de exclusión

Conforme a los artículos 82 LMV y 10 RDOPA una sociedad cotizada tiene la obligación de promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos los valores afectados por la exclusión cuando acuerda excluir la negociación de sus acciones en los mercados secundarios oficiales. Particularmente, el artículo 10 RDOPA asimila además a la exclusión de negociación aquellas operaciones societarias (como podrían ser una fusión por absorción o una escisión) en virtud de las cuales los accionistas de una sociedad cotizada puedan convertirse, total o parcialmente, en socios de otra sociedad no cotizada o que no sea admitida a cotización en un determinado plazo (tres meses desde la inscripción de la operación en el Registro Mercantil).

Es decir, cuando una sociedad cotizada decida dejar de serlo, coticen todas sus acciones o sólo parte de las mismas, nacerá para ella la obligación de formular la oferta. Es una obligación que la ley le impone como consecuencia de su decisión de abandonar

voluntariamente la cotización. Es frecuente, no obstante, que la decisión de abandonar la cotización venga precedida por una OPA de toma de control sobre la sociedad en la que ya se anunciase la intención de salir de los mercados oficiales. En tales casos veremos que una segunda OPA, ahora de exclusión, no será necesaria.

En otros supuestos en los que se produce la exclusión de cotización, pero sin que la misma tenga carácter voluntario, la OPA no es exigible. Se trata de los casos que se regulan en los artículos 21 y 22 del Real Decreto-ley 21/2017, de 29 de diciembre, de medidas urgentes para la adaptación del derecho español a la normativa de la Unión Europea en materia del mercado de valores (por el que se derogó el artículo 81 LMV). Dichos preceptos se refieren a aquellas situaciones en las que la exclusión de la cotización en lugar de ser decidida por la sociedad es una medida obligatoriamente impuesta por la CNMV. Ésta puede imponer la exclusión de la cotización de una sociedad cuando la negociación de sus acciones no alcance los requisitos de difusión, frecuencia o volumen de contratación que se hubiesen establecido; cuando la sociedad emisora no cumpla las obligaciones que le incumban, en especial en materia de remisión y publicación de información; cuando en la sociedad en cuestión se haya abierto la fase de liquidación concursal; o bien cuando la misma se encuentre en fase de liquidación societaria. No obstante, cuando se trata de acciones poco líquidas, con las que la movilización de la inversión es difícil, la exclusión no suele imponerse, pues privarles de esa mínima liquidez impidiendo su negociación pública derivaría en un perjuicio aún mayor para los inversores.

La decisión de la sociedad de salir de los mercados públicos deberá formalizarse mediante acuerdo de su Junta general (arts. 82.3 LMV y 10.4 RDOPA). Son los propios socios de la entidad los que deben decidir si la sociedad cotiza o no (v. GIRGADO PERANDONES, P., (2010), pág. 232, que se refiere al reflejo que tal exigencia supone del principio de neutralidad de los administradores sociales, en general, en los procedimientos de OPAs). A pesar de la trascendencia que una decisión en este sentido tiene, ni la normativa societaria, que sería la que debiera hacerlo en cuanto competente en relación con las reglas de funcionamiento de las sociedades, ni la sectorial del mercado de valores se pronuncian sobre el quorum o la mayoría que deberá alcanzarse para tenerla por adoptada. El acuerdo de excluir la cotización no se encuentra entre los relacionados en el artículo 194 LSC que, por representar una modificación estatutaria o estructural de la sociedad, requieren de un quorum de constitución reforzado. Tampoco aparece entre los asuntos que conforme al artículo 201 LSC requieren el voto a favor de una mayoría especialmente cualificada. Podría discutirse si sería posible que la sociedad incluyese una cláusula estatutaria en este sentido cuando accediese a la cotización, de forma que la decisión de abandonarla requiriese ser ampliamente apoyada por los socios.

Algún autor (PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J., REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., (2016), pág. 31 versión electrónica) ha señalado que, puesto que la exclusión de la cotización tiene consecuencias para la sociedad y para los socios equivalentes a las que pueden tener los supuestos contemplados en el artículo 194 LSC y que parece plenamente justificado por ello un régimen reforzado de aprobación, sería conveniente que en una futura reforma sobre la materia se aclarase si se precisa o no algún tipo de quorum o mayoría especial.

Efectivamente creemos que el estatuto jurídico de la sociedad variará considerablemente tras la exclusión de la cotización. Sin llegar a definirla como un tipo societario distinto, la LSC regula de forma específica todas las particularidades de la Sociedad Anónima Cotizada, le impone obligaciones propias y la somete a un especial régimen de funcionamiento en los artículos comprendidos en el Título XIV, a modo de lo que ocurre, por ejemplo, con la Sociedad Limitada Nueva Empresa (Título XII). Sin embargo, una vez excluida la cotización de sus acciones, este régimen dejará de ser aplicable. Que nada se prevea al efecto debe llevarnos a no considerar exigible un régimen reforzado de aprobación para la exclusión. La cuestión es que, precisamente en el caso que mencionamos, el de la Sociedad Limitada Nueva Empresa, sí existe una regla al respecto cuando ésta decide pasar a desarrollar su actividad como Sociedad de Responsabilidad Limitada abandonando su estatuto particular (art. 454.1.2.º párrafo LSC); y dicha regla lo que establece es justamente que el acuerdo correspondiente de la Junta general bastará con que sea aprobado por una mayoría ordinaria. Es decir, que, existiendo regla expresa, la decisión del legislador es precisamente ésa, no elevar los requisitos de aprobación. Ciertamente, es que no se trata de una modificación estructural, de una transformación del tipo societario, tal como la conocemos conforme a nuestra legislación (v. LME), por más que el régimen de funcionamiento de la sociedad se vea alterado.

Mayor sería la justificación para requerir un régimen especial de aprobación del acuerdo de exclusión si contemplamos la situación desde la perspectiva de los socios. Éstos se encontrarán con que, como consecuencia del acuerdo de exclusión, el valor patrimonial de sus acciones probablemente decrecerá de forma considerable. Perderán la liquidez que genera la cotización y, además, la transmisión y cualquier negocio sobre sus acciones resultará no sólo menos factible, sino realizable a un coste de transacción más elevado. Todo ello puede hacernos pensar que, efectivamente, el acuerdo de exclusión de la cotización afecta negativamente a los derechos de los socios, por lo que algún tipo de consentimiento especial por parte de los mismos debería ser requerido. Sin embargo, debemos diferenciar entre lo que son las expectativas de ganancia de un inversor y sus derechos de socio y no podemos olvidar que, aun siendo las acciones valores negociables, no existe para el socio un derecho a transmitir o, mejor dicho, a que se materialice de forma efectiva y beneficiosa la transmisión de sus acciones (v. PEINADO GRACIA, J.I., GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.^a B., (2012), pág. 67 y ss.). Sus derechos patrimoniales exigibles frente a la sociedad se agotan con el derecho a recibir los dividendos sociales y, en ningún caso, éste se va a ver alterado por el acuerdo. La transmisión se producirá sólo si es posible y formará parte de las expectativas del socio que justificaron su inversión. Integrará su poder de disposición sobre sus acciones, pero no es una opción que la sociedad deba asegurarle (v. en un sentido similar, sobre la trascendencia de la exclusión de cotización de las acciones sobre el derecho de propiedad del socio y la estructura de la sociedad, interpretadas por el Tribunal Constitucional alemán, el trabajo de GIMENO RIBES, M., (2017)). En todo caso, además, en la toma de la decisión correspondiente a la exclusión el socio habrá podido intervenir. Por todo ello, no creemos imprescindible la exigencia de una aprobación reforzada.

Ante una situación como ésta, se comprende la exigencia del legislador español – encargado de regular el mercado en el que la sociedad cotizada se desenvuelve –, de imponer la formulación de una OPA cuando se excluye o se abandona la cotización, de forma que los socios puedan salir de la sociedad en la que invirtieron si la nueva etapa

que la misma inicia fuera de los mercados no les resulta conveniente (GIRGADO PERANDONES, P., (2010), pág. 233, se refiere a este derecho a salir de la sociedad como a un derecho de separación sui generis).

Lo anterior explica también que a la decisión de abandonar los mercados públicos de negociación la LMV (art. 82.1) y el RDOPA (art. 10.1) asimilen las operaciones societarias en virtud de las cuales los socios puedan acabar siéndolo de sociedades no cotizadas (los denominados supuestos de Deslisting frío. V. sobre los mismos GIMENO RIBES, M., (2017)). El resultado de una fusión por absorción en la que la sociedad absorbente no sea cotizada, o la escisión total o parcial de una cotizada en la que alguna de las sociedades beneficiarias tampoco lo sea, por ejemplo, pueden llevar a los socios a encontrarse en la misma situación que si directamente la sociedad hubiese decidido no seguir cotizando. Además, son operaciones en las que la sociedad también habrá decidido voluntariamente participar. Eso sí, en estos casos, el acuerdo social correspondiente sí habrá requerido de una aprobación reforzada por tratarse de una modificación estructural (arts. 194 y 201.2 LSC). No obstante, la falta de concreción de cuáles sean las operaciones a las que se refiere la normativa sectorial puede generar alguna duda sobre la aplicación de la norma, no pareciendo posible que lo sea, por ejemplo, a una permuta simple de acciones entre sociedades, una cotizada y otra no, que no acceda al Registro Mercantil (en este sentido, v. SÁNCHEZ CALERO, F., (2009), pág. 240 y ss.).

Aun así, se trata de una previsión que puede evitar que se soslaye la obligación de formular la OPA, perjudicando a los accionistas, mediante el recurso a operaciones alternativas con resultados equivalentes. No obstante, la doctrina ha puesto con acierto de manifiesto que en estos casos sería preciso fijar un límite mínimo del valor total de la compañía afectado por la correspondiente operación societaria a efectos de que la OPA subsiguiente (u OPA de exclusión impropia, como la ha calificado la doctrina. V. TAPIA HERMIDA, A. J., ALONSO LEDESMA, C., RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., (2009), pág. 271 y ss.) resultara obligatoria, pues su exigencia en todo caso puede dificultar la realización de operaciones proporcionalmente no trascendentes para el conjunto de la sociedad, convenientes para su mejor gestión y cuyo coste se dispararía de tener que formular la OPA de exclusión (v. PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J., REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., (2016), pág. 30 versión electrónica, que ponen el ejemplo de un emisor que desea desprenderse de un negocio secundario representativo del 5% del valor total de la compañía y que pretende integrarlo en otra compañía no cotizada del mismo sector, finalizando la operación con la distribución entre sus accionistas de acciones de la sociedad no cotizada que se pudieran haber recibido. Parece excesivo que, en un caso como éste, la sociedad tuviera además que formular la correspondiente OPA de exclusión con todas sus consecuencias).

2. Elementos subjetivos de la OPA de exclusión

Nos referimos en este punto a quién debe formular la OPA y a quién debe dirigirla. Afirmábamos al principio que tanto las OPAs de exclusión como las OPAs en caso de reducción de capital con adquisición de acciones propias eran casos, generalmente, de OPAs reflexivas, y así es. En principio es sobre la propia sociedad emisora que decide excluir la cotización de sus acciones sobre la que pesa la obligación de ofrecer la adquisición de esas mismas acciones. La formulación de dicha oferta deberá ser así

mismo aprobada por su Junta general. No sólo habrá de consentir la Junta sobre la exclusión de la cotización, por tanto, sino también sobre la OPA y veremos también que sobre el precio de la misma. Esto último parece más justificado, mientras que la necesidad de un acuerdo sobre lo que la sociedad tiene que llevar a cabo porque deriva de una imposición legal podría ser más cuestionable.

Conforme al artículo 197 bis LSC, deben votarse por separado aquellos asuntos que sean sustancialmente independientes a pesar de que figuren en el mismo punto del orden del día de la convocatoria. Aunque exclusión, formulación de la OPA y precio de la misma están en nuestro caso naturalmente interconectados, no son la misma cosa. De hecho, la propia legislación los contempla como actos separados al indicar que la sociedad que acuerde la exclusión deberá promover una oferta pública de adquisición. Es decir, que es la decisión ya tomada de sacar a la sociedad de los mercados secundarios oficiales la que obliga a formular la OPA. Consecuentemente, podrían tratarse como asuntos que han de votarse por separado.

Sin embargo, el resultado de las respectivas votaciones para cada acuerdo condicionará la efectividad de los mismos. Es cierto que una OPA obligatoria, como es la de exclusión, no puede estar sometida a condición alguna, ex artículo 30.2 RDOPA. Sin embargo, sin que pueda afirmarse que lo esté, habrá que dar a la misma un tratamiento consecuente con el hecho de que se trata de una pieza más en el rompecabezas de la operación en su conjunto. La OPA debe formularse obligatoriamente si se acuerda la exclusión de la cotización, pero dicha OPA no podrá ser autorizada si al presentar la correspondiente solicitud ante la CNMV no se acompaña la documentación acreditativa del previo acuerdo de la Junta sobre su formulación (art. 17.1, primer párrafo RDOPA). Por tanto, sin el mismo, tampoco debería admitirse la exclusión voluntaria de la cotización de la sociedad. A su vez, la OPA se formula porque se ha decidido la exclusión, por lo que tampoco tendría sentido que la oferta debiera llevarse hasta sus últimas consecuencias si el acuerdo de exclusión llegara a producir efectos. Por su parte, el precio, lógicamente, habrá de acordarse en referencia a una oferta concreta. Como consecuencia, dada la estrecha relación entre todos ellos, lo aconsejable sería tratarlos como asuntos no independientes que debieran votarse de una vez, de forma que se produzca el acuerdo o el rechazo sobre el conjunto de la operación. Al menos, los acuerdos de exclusión y de formulación de la OPA, aunque también el acuerdo sobre el precio o la falta del mismo podría llegar a paralizar la operación. Con esto, alcanzaría mayor sentido la previsión de la normativa sectorial, que veremos a continuación, que permite excluir de los destinatarios de la OPA a quienes hubiesen votado en la Junta general a favor de la exclusión de la negociación de la sociedad (v. SÁNCHEZ CALERO, F., (2009), pág. 242, que justamente considera que es en el acuerdo de exclusión en el que se deben fijar los requisitos relativos a la oferta y el precio ofrecido).

Cuestión distinta es –y creemos que la respuesta debe ser negativa– que deba entenderse condicionada la exclusión de la cotización de las acciones de la sociedad oferente al éxito de la oferta y, ello, a pesar de que el artículo 10.7 RDOPA establezca que los valores quedarán excluidos de negociación cuando se haya liquidado la operación conforme al artículo 37 (que exclusivamente se refiere a las ofertas –voluntarias– que hubiesen alcanzado un resultado positivo). La obligación que la ley impone es la de promover la oferta y, consecuentemente, haciéndolo la sociedad habrá cumplido.

Ahora bien, en cuanto a lo referente al acuerdo sobre la OPA, es posible que la decisión social consista en permitir que sea un tercero, distinto de la propia sociedad afectada, el que la formule, perdiendo entonces la operación el carácter reflexivo.

En no pocas ocasiones, ese tercero será el accionista mayoritario de la sociedad, aunque no es imprescindible que así sea. Lo único que exige la legislación es que el tercero cuente con la autorización de la Junta. Cuando el oferente haya sido el accionista mayoritario, habrá que estar a la liquidación de la OPA para determinar si entran en juego o no, a continuación, los derechos de compraventa forzosa (squeeze out y sell-out) (sobre los mismos v. RONCERO SÁNCHEZ, A., (2009)) que se recogen en los artículos 47 y 48 RDOPA. En virtud de los mismos, el oferente, una vez liquidada la oferta, aunque habiéndolo anunciado previamente en su folleto explicativo (art. 48.2 RDOPA), podrá exigir a los restantes titulares de acciones u otros valores afectados por la oferta su venta forzosa a un precio equitativo (el correspondiente a la contraprestación de la oferta pública, según el propio artículo 47 RDOPA). También cualquiera de éstos podrá exigir del oferente que le compre la totalidad de sus valores a dicho precio. Ambos derechos estarán condicionados a que cuando se liquide la OPA el oferente resulte titular de valores que representen al menos el 90 por 100 del capital con derecho de voto de la sociedad afectada y a que la oferta pública previa haya sido aceptada por titulares que representen al menos el 90 por 100 de los derechos de voto a los que se hubiera dirigido.

Los destinatarios de la OPA habrán sido todos los accionistas de la sociedad oferente, incluidos los titulares de acciones sin voto que tuvieran activado tal derecho en el momento en que se solicita la autorización de la OPA. Podrá, no obstante, no haberse dirigido a quienes hubiesen votado en la Junta a favor de la exclusión de la cotización y hubiesen procedido a inmovilizar sus valores hasta que finalizara el plazo de aceptación de la oferta. Estos últimos, tanto los valores como sus titulares deberán haberse identificado en el folleto explicativo.

Además, si existieran, la oferta tendría también que haberse dirigido a todos los titulares de derechos de suscripción de acciones y a los titulares de obligaciones convertibles y canjeables en ellas que la sociedad tuviese emitidas. Por el contrario, sólo opcionalmente, podría haber tenido como destinatarios a los titulares –a todos ellos en tal caso– de warrants o de otros valores e instrumentos financieros distintos que dieran opción a la adquisición o suscripción de acciones por emitir o ya emitidas.

3. Elementos objetivos de la OPA de exclusión

Como toda OPA, la de exclusión debe ser autorizada por la CNMV, si bien dicha autorización deberá fundamentarse exclusivamente en los aspectos técnicos del caso. La solicitud de autorización debe presentarse en este caso por la sociedad emisora-oferente o el tercero que vaya a formular una oferta pública de adquisición. Dicha solicitud deberá contener las principales características de la operación y ajustarse al modelo aprobado por la propia CNMV. Al escrito de solicitud debe adjuntarse el folleto explicativo de la oferta, suscrito por la persona que figure como responsable, con la información necesaria para que las personas a quienes vaya dirigida la oferta puedan formular un juicio fundado sobre ella.

Como regla general, cuando se formula una OPA el órgano de administración de la sociedad afectada debe emitir un informe que se hará público en el que, entre otras cosas, exponga también de forma detallada y motivada la oferta pública de adquisición, sus observaciones a favor o en contra de la misma, la intención de aceptar o no la oferta por parte de los destinatarios, así como las posibles repercusiones de la oferta y los planes estratégicos del oferente (art. 24 RDOPA). Sin embargo, toda esta información que puede resultar de alguna manera útil para los destinatarios de la OPA de exclusión – principalmente, para los accionistas minoritarios de la sociedad–, sólo se facilitará parcialmente en este caso, pues se libera a los administradores de la emisión de este informe, de forma expresa, en el artículo 10.4, párrafo 4.º RDOPA por la falta de ajenidad de la sociedad oferente.

Sobre lo que los administradores deberán emitir un informe, que deberá ser puesto a disposición de los titulares de los valores afectados al tiempo de realizar la convocatoria de la Junta a la que se someta la aprobación de la oferta, es sobre la justificación de la OPA y sobre el precio que se ofrece. La determinación del precio en las OPAs de exclusión resulta particularmente relevante. Piénsese que, probablemente, dicho precio es lo único que compensará las expectativas patrimoniales de quienes en su día invirtieron en la compañía y ahora, casi con toda seguridad, se verán en la obligación de vender sus valores. Por ello, el mecanismo de fijación de ese precio se refuerza en relación con el que normalmente se establece para la fijación del precio de cualquier otra OPA obligatoria.

En primer lugar, el precio de la oferta no debe ser inferior al precio equitativo que se contempla en general para las opas obligatorias (art. 128 LMV y art. 9 RDOPA) (en relación con el mismo v. FERNÁNDEZ DEL POZO, L., (2010), pág. 245 y ss.), pero tampoco debe serlo en relación con el precio que resulte de aplicar conjuntamente y con justificación de su respectiva relevancia, los criterios objetivos de valoración que la propia norma reglamentaria indica para coadyuvar a la determinación del valor real o razonable de las acciones. Deberá tratarse, por tanto, de un precio no inferior al mayor que resulte de los dos que así se determinen. El precio equitativo será, como mínimo, igual al precio más elevado que se haya pagado por el obligado a formular la oferta o las personas que actúen en concierto con él, por los mismos valores, durante los doce meses anteriores al anuncio de la oferta. Si tales adquisiciones no hubiesen existido, el precio de la oferta de exclusión deberá determinarse únicamente en relación con el resto de criterios que establece el RDOPA (precisamente, a estos criterios previstos para la OPA de exclusión se remite su artículo 9.3 cuando de OPAs obligatorias en general se trate y no hayan existido las adquisiciones a las que se refiere la formulación del precio equitativo), criterios que, como algún autor ha puesto de manifiesto (v. PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J., REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., (2016), pág. 32 y ss. versión electrónica) no resultan del todo efectivos para conocer el valor de la acción. En algún caso representan una referencia exclusivamente estática de dicho valor, en otro no resultan determinantes del mismo y, en general, llevan a prescindir del valor del negocio en conjunto del que las acciones forman parte. Se trata de los siguientes: el valor teórico contable de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado, calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas y, si son de fecha posterior a éstas, sobre la base de los últimos estados financieros; el valor liquidativo de la sociedad y en su caso, del grupo consolidado, salvo que de la aplicación de este método resultaran valores

significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, en cuyo caso no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia; el valor de cotización media ponderada de los valores durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la propuesta de exclusión mediante la publicación de un hecho relevante, cualquiera que sea el número de sesiones en que se hubieran negociado; el valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del acuerdo de solicitud de exclusión; y cualesquiera 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. Éstos últimos, precisamente, acaban por ser los que en la práctica resultan decisivos pues, en definitiva, con ellos se tiende a la valoración de las acciones como parte de una empresa o de un proyecto de inversión, de forma tal que dichos métodos podrán variar en función del tipo de actividad empresarial que la compañía desarrolle.

En segundo lugar, como ya habíamos adelantado, el precio deberá ser aprobado por la Junta general de la sociedad afectada. Pueden traerse aquí las referencias hechas ya a las particularidades de ese acuerdo y basta añadir que tal aprobación por la sociedad emisora procederá aunque la OPA no tenga carácter reflexivo y se decida que el oferente sea un tercero. Además, a dicha aprobación habrá de sumarse la autorización del precio por parte de la CNMV. A efectos de que la determinación del precio y su necesidad de aprobación no repercutan negativamente sobre el conjunto de la operación, no es infrecuente que la sociedad que quiere excluir su cotización recurra a la intervención de un experto independiente que informe sobre el precio oportuno y que dicha valoración se someta, con carácter previo a la publicación de la operación, a la propia CNMV.

Por último, el RDOPA (art. 10.3) exige que la oferta pública motivada por la exclusión de la cotización se formule siempre como compraventa, debiendo abonarse íntegramente en metálico el precio que finalmente se fije, vetándose en estos casos el pago en especie, que es posible en el resto de OPAs obligatorias cuando la contraprestación se configura a través de los mecanismos de permuta o canje de valores (GIRGADO PERANDONES, P., (2010), pág. 236 y ss., señala que se trata de una especial característica de las OPAs de exclusión fundamentada esencialmente en la pérdida de liquidez que los titulares de los valores correspondientes experimentarán y que puede no compensarse correctamente si recibieran acciones de otra sociedad, por ejemplo, que, aun cotizada, no contarán con los mismos niveles en relación con esa liquidez).

4. Excepciones a la obligación de formular la OPA de exclusión

A pesar del carácter obligatorio con el que se configura la OPA de exclusión, la propia legislación establece algunos casos en los que no será preciso formularla. La LMV (art. 82.4) justifica estas excepciones, con carácter general, en el hecho de que mediante otro procedimiento equivalente se asegure la protección de los legítimos intereses de los titulares de acciones afectadas por la exclusión de la cotización de la sociedad, así como de los correspondientes a los titulares de las obligaciones convertibles y el resto de valores que den derecho a su suscripción. Es el RDOPA (art. 11) el que se encarga de señalar los casos concretos en los que se entiende que esa tutela queda asegurada, aunque no se trata de una lista cerrada, por cuanto el mismo precepto incluye una cláusula general abierta

que permite a las sociedades arbitrar sus propios procedimientos para tutelar a sus accionistas. Será en todo caso la CNMV la que deberá conceder la correspondiente dispensa.

En primer lugar, no será necesario que se realice la oferta pública cuando en la sociedad que ha decidido su propia exclusión de los mercados secundarios exista una distribución de la propiedad sobre el capital tal que permita hacer uso de los derechos de compraventa forzosa (en este caso y en general sobre las transacciones que implican los mecanismos de squeeze-out, v. PAZ ARES, C., (2011)). Es decir, cuando exista un titular de más del noventa por ciento del capital social con derecho a voto que pueda exigir la venta al resto de accionistas, conforme al artículo 47 RDOPA. En este caso, una vez acordada la exclusión, el socio mayoritario podrá proceder a ejercer su derecho y adquirir la totalidad de las acciones sin necesidad de OPA, quedando a continuación la sociedad excluida de la cotización.

En segundo lugar, también es posible que la OPA no se formule cuando todos los titulares de los valores afectados hubiesen acordado por unanimidad la exclusión de negociación con renuncia a la venta de sus valores en régimen de oferta pública. Aunque se trate de un supuesto difícilmente planteable en la práctica dado el carácter disperso que tiene por naturaleza el capital de las sociedades cotizadas, el RDOPA al preverlo es consecuente con las reglas generales sobre la OPA de exclusión. Tales reglas, como hemos visto, permiten no dirigir la oferta a quienes hubiesen votado a favor de la exclusión. Si esto último se ha producido, si existe el acuerdo de exclusión y, además, es unánime, no tiene sentido obligar a la sociedad a formular la oferta.

En tercer lugar, la OPA puede quedar también dispensada cuando se produzca la extinción de la sociedad cuya exclusión de negociación se pretende, mediante alguna operación societaria en virtud de la cual los accionistas de la sociedad extinguida se conviertan en accionistas de otra sociedad cotizada (por ejemplo, tras una fusión por absorción en la que la sociedad absorbente sea una sociedad cotizada). Precisamente, por tanto, en la situación contraria a la que permitía considerar que estábamos ante un supuesto equivalente a la exclusión de negociación ex artículo 10.1 RDOPA (salvo por la falta de referencia en este supuesto de dispensa a que la sociedad que recibe los socios no siendo cotizada pudiera ser admitida a cotización en los tres meses subsiguientes). Es decir, en este caso lo que ocurre es justo que el perjuicio que se ocasionaría a los accionistas y titulares de otros valores por la pérdida de la cotización de la sociedad se evita mediante alguna modificación estructural u operación societaria que lleva a su extinción a la vez que al mantenimiento de quienes eran sus accionistas como socios de otra sociedad cotizada. El interés necesitado de tutela con la OPA obligatoria de exclusión no existe en este caso. Así pues, no existe tampoco la obligación de formularla.

En cuarto lugar, se prevé una excepción que obedece a lo que venía siendo la práctica de la CNMV –antes de su incorporación al RDOPA– en los casos, no poco frecuentes (v. recientemente el caso de la OPA sobre Abertis Infraestructuras S.A.), en los que la exclusión de la cotización de una sociedad viene precedida por una toma de control previa sobre la misma por un tercero, materializada a través de una OPA que se hubiera lanzado sobre la totalidad de las acciones. Cuando esto ocurre, se excluye la necesidad de formular una segunda OPA tras la decisión de excluir la cotización de la sociedad si la primera, la

OPA de toma de control, cumple determinados requisitos y si, tras la misma, la entidad que ha adquirido el control mantiene la orden de compra sobre los valores de la sociedad afectada. En particular, se exige que en el folleto de la OPA previa de toma de control el oferente haya manifestado de forma expresa su intención de excluir a continuación las acciones de la negociación en los mercados secundarios; que el precio de la OPA se haya justificado conforme debe justificarse en los supuestos de OPA de exclusión, a lo que antes hacíamos referencia (art. 10.5 y 10.6 RDOPA); y, que 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. Se evita así la duplicidad de los procedimientos de OPA asegurando la posibilidad a los accionistas de salir de la sociedad que va a quedar excluida de cotización. Realmente, es un caso en el que la primera y única de las OPAs que finalmente se formula tiende ya a conseguir el resultado de la exclusión (v. SÁNCHEZ CALERO, F., (2009), pág. 249) porque, en definitiva, estaba inmersa en un procedimiento de los denominados public-to-private (sobre este procedimiento v. KOLB, A., SERRANO ACITORES, A., (2012). Debe advertirse que la remisión al sistema de fijación del precio en la OPA de exclusión no alcanza a la naturaleza de la contraprestación (metálico necesariamente, ex artículo 10.3 RDOPA), por lo que cabría pensar que, en principio, cabría también la contraprestación en especie (acciones de otra sociedad, por ejemplo). La cuestión es que, de ser así, los intereses de los accionistas de la sociedad afectada por la OPA no quedarían protegidos en igual medida que en caso de formularse la correspondiente OPA de exclusión.

Por último, se dispensa también la formulación de la OPA de exclusión cuando la Junta general de accionistas y, si es el caso, la Asamblea general de obligacionistas de la sociedad emisora de los valores a excluir, acuerden un procedimiento que, a juicio de la CNMV, sea equivalente a la oferta pública en cuanto a tutela de los legítimos intereses de los titulares de valores afectados por la exclusión. Serán clave, para la aprobación por la CNMV de un procedimiento alternativo, que quede asegurado el derecho de salida de los socios, que el precio responda a los criterios que legislación señala para la OPA de exclusión y, por supuesto, que el procedimiento haya sido consentido por quienes se verán afectados por el mismo.

III OPA en caso de reducción de capital con adquisición de acciones propias

1. Cuándo debe formularse una OPA por reducción de capital

Con bastante menos detalle que las anteriores, en el artículo 12 RDOPA se regulan las OPAs por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias. Es lógico que sea así, ya que es un supuesto poco frecuente que una sociedad cotizada reduzca su capital sin más. Es más que probable que, si la reducción se produce, la misma se encuentre inmersa en un procedimiento más complejo en el que a la reducción y subsiguiente OPA haya que sumar a continuación, por ejemplo, una OPA de toma de control. Recuérdese que la reducción con posterior amortización no sólo excluirá acciones del capital de la sociedad, sino que puede ser útil a efectos de incrementar la posición relativa de los socios en el mismo. No obstante, en las escasas líneas que el RDOPA dedica a este tipo de OPAs, no son pocas las dudas que genera en cuanto al régimen al que deben quedar sometidas.

Sería conveniente una revisión de este precepto que, independientemente de la frecuencia con que llegase a ser aplicado, resolviere cuestiones fundamentales tales como el plazo de la oferta o el precio de la misma.

Básicamente, en este precepto se señala cuándo debe formularse la OPA por este motivo y cuándo dicha obligación queda exceptuada. Al margen de ello, sólo existe, por un lado, una remisión a las reglas de distribución y prorrateo del propio RDOPA que pretenden asegurar que la paridad de trato entre accionistas sea respetada; y, por otro, una remisión a la normativa societaria reguladora de esta modalidad de reducción de capital y, a su vez, una remisión al propio RDOPA como regulador específico de las ofertas públicas de adquisición (sobre la problemática derivada de la necesidad de combinar dos normas de distinto rango legal y especialidad y de la necesidad de concretar qué otros preceptos sobre OPAs, al margen del artículo 12 RDOPA, serán de aplicación, v. SÁNCHEZ CALERO, F., (2009), pág. 263 y ss. Como él, consideramos que la solución al conflicto de leyes no se halla tanto en superponer normativas, sino en contemplar el RDOPA como determinante de un régimen alternativo al societario para la oferta de adquisición en el caso de que la sociedad sea una sociedad cotizada y que, en esencia, respeta sus términos básicos).

En realidad, la OPA por reducción viene impuesta por las especiales características de las sociedades de capital cotizadas y la particularidad de su participación en el mercado secundario de valores. En principio, es la LSC (art. 338) la que impone que cuando en una sociedad anónima (cualquiera, cotizada o no) se proceda a la reducción de capital mediante la adquisición de acciones propias para su posterior amortización, la sociedad debe ofrecer esa adquisición a la totalidad de sus accionistas. Traslada dicha obligación al ámbito de las sociedades cotizadas, por su particular naturaleza, se comprende que las mismas deban articular dicha oferta a través de un procedimiento de OPA que reúna en una única operación todas esas adquisiciones.

Así pues, estamos ahora ante un supuesto en el que es la normativa societaria la que activa la necesidad de hacer uso de los mecanismos propios de la normativa sectorial que, de por sí, procura dar algún tipo de respuesta al caso concreto. Conforme al artículo 97 LSC, toda sociedad debe dar un trato igual a los socios que se encuentren en condiciones idénticas. Siendo la sociedad cotizada una sociedad con capital disperso y caracterizada por la liquidez de sus acciones, esta obligación junto a la necesidad de no dejar de dirigir la oferta de adquisición a ninguno de los accionistas –como exige el artículo 338 LSC–, requiere la formulación de una OPA, que es lo que señala el artículo 12 RDOPA. De esta forma, se evita que sólo una parte de los socios se vea beneficiada por el incremento de su posición relativa en la sociedad por la amortización de acciones y, a la vez, que sólo una parte del accionariado se vea excluido de la sociedad. De igual forma, se asegura la recepción del mismo precio por acción por todos los socios.

Debe quedar claro que la reducción de capital que obliga a la sociedad a formular la OPA es aquella que se ha decidido ejecutar mediante la compra por la sociedad de sus propias acciones para amortizarlas después. Por tanto, no lo será el caso en el que la reducción vaya a realizarse directamente mediante la amortización de acciones en autocartera que, consecuentemente, ya eran propiedad de la sociedad (sobre este otro supuesto, aun no siendo la sociedad cotizada, v. la RDGRN de 11 de mayo de 2017 –BOE de 29 de mayo–

y sendos comentarios de la misma en EMBID IRUJO, J.M., (2017) y SÁNCHEZ CALERO, F., (2017)). No existiría en tal caso la posibilidad de que la operación afectase de manera desigual a los socios y no tendría sentido obligar a la sociedad a formular la OPA. Tampoco obligaría a formularla la posible adquisición de acciones propias por una cotizada sin la finalidad de amortizarlas a continuación. No sólo no se trataría de un supuesto de reducción de capital que es el punto de partida en nuestro caso, sino que, además, la OPA que eventualmente se formulase para la compra de acciones podría tener en tal caso la condición de voluntaria. Exclusivamente necesitarían los administradores autorización de la Junta para la adquisición de autocartera.

Puesto que el procedimiento de reducción en su conjunto deberá seguir las reglas establecidas por la LSC, necesariamente habrá de existir en primer lugar un acuerdo de la Junta general de la sociedad que va a reducir su capital aprobando la correspondiente modificación estatutaria. A diferencia del supuesto de la OPA de exclusión, sí que se contemplan aquí –en la normativa societaria– quórums y mayorías reforzados, puesto que estamos ante la alteración de uno de los elementos esenciales de una sociedad, su capital. Particularmente, para que se pueda acordar válidamente la reducción del capital se requiere, en primera convocatoria, la concurrencia de accionistas presentes o representados en la Junta que posean, al menos, el cincuenta por ciento del capital suscrito con derecho de voto; y, en segunda, bastará con la concurrencia del veinticinco por ciento de dicho capital. Esto, siempre que los estatutos sociales no hubiesen elevado estos quórums que legalmente se establecen (art. 194 LSC). Si finalmente el capital presente o representado supera el cincuenta por ciento del capital social, bastará con que el acuerdo se adopte por mayoría absoluta. Sin embargo, se requerirá una mayoría cualificada identificada con el voto favorable de los dos tercios del capital presente o representado en la Junta, cuando en segunda convocatoria concurren accionistas que representen el veinticinco por ciento o más del capital suscrito con derecho de voto sin alcanzar el cincuenta por ciento. También podrían estas mayorías haber sido elevadas por los estatutos sociales (art. 201 LSC).

Ahora bien, como es posible que en la sociedad existan varias clases de acciones, el propio artículo 338 LSC, en su segundo apartado, establece que si el acuerdo de reducción afectase solamente a alguna de tales clases, deberá ser adoptado con el acuerdo separado de la mayoría de las acciones pertenecientes a la clase afectada. No se trata de un acuerdo que excluya el de la Junta general, sino de un acuerdo que deberá sumarse a éste, adoptado con las mismas mayorías y las mismas reglas que el acuerdo general de la Junta (art. 293 LSC).

2. Elementos subjetivos y objetivos de la OPA por reducción de capital

Según hemos señalado, el artículo 338 LSC establece que, cuando una sociedad decida reducir su capital y ejecutar esa reducción mediante la adquisición de acciones propias para a continuación amortizarlas, debe dirigir una oferta para adquirirlas a todos sus socios, indicando el RDOPA que, en tales casos, cuando la sociedad es cotizada, deberá formular una oferta pública de adquisición. Se tratará, por tanto, de una OPA puramente reflexiva puesto que necesariamente será la propia sociedad oferente la sociedad afectada.

Por su parte, los destinatarios de la OPA serán en principio todos los accionistas –que no todas las acciones–, sin que en este caso se haga referencia a los titulares de otros posibles

valores afectados por la operación, tales como los titulares de obligaciones convertibles en acciones de la sociedad. No son cuestiones relacionadas con la negociación y la liquidez las que en esta ocasión se plantean como consecuencia de la decisión adoptada por la sociedad, sino otras relativas a la actual condición de socio o miembro de la compañía que, de hecho, sólo tienen los accionistas. Podría no ser el conjunto de accionistas en su totalidad el destinatario de la OPA si, como hemos visto, la reducción del capital afectase sólo a alguna clase de acciones de la sociedad.

Como consecuencia de la remisión general que el artículo 12 RDOPA realiza a su propio contenido regulatorio, habrá que entender que el procedimiento que esta OPA en cuestión debe seguir será el general (autorización CNMV, folleto...), con las particularidades que se derivan del hecho de que se trate de una OPA obligatoria (se excluirán por tanto las previsiones reglamentarias sobre OPAs voluntarias) y reflexiva (lo que, por ejemplo, permite considerar suficiente el informe de valoración del órgano de administración que se exige también con ocasión de la OPA de exclusión en el artículo 10.5, en lugar del más amplio que exige el artículo 24 RDOPA). En todo caso, no deben entenderse aplicables límites que no estén suficientemente justificados cuando no estén además expresamente previstos, como es el caso de la restricción que para las OPAs de exclusión existe en relación al tipo de contraprestación con la que se hará efectivo el precio de la OPA (como señalan PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J., REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., (2016), págs. 38 y ss., versión digital, asuntos precedentes de la práctica pueden resultar útiles a estos efectos y, en este caso concreto, justamente esos precedentes aconsejan no considerar aplicable la limitación en cuanto a la naturaleza de la contraprestación –citan el asunto de la OPA de reducción de Metrovacesa, S.A.–. Por cierto, que también estos autores se manifiestan en relación a la aplicación o no de la regla del precio equitativo de la oferta, puesto que la misma no se establece en el caso de la OPA por reducción del capital, considerando que, no existiendo justificación para entenderla aplicable –lo que compartimos, puesto que la aceptación de la oferta es libre para los socios y siempre podrán vender a precio de mercado si deciden permanecer en la sociedad–, la fijación del precio por el que la sociedad debe adquirir las acciones de sus accionistas debe poder fijarlo libremente la Junta).

Nos detenemos por ello aquí, exclusivamente, en la cautela que como única particularidad prevé el artículo 12 RDOPA procurando que no sea vulnerado el deber de conferir a los socios un trato paritario que en todo caso tiene la sociedad.

Las OPAs por reducción de capital son OPAs parciales, en el sentido de que, aunque puedan tener como destinatarios a todos los accionistas, no tendrán como objetivo obtener la aceptación del cien por cien del capital social, puesto que se trata de reducirlo amortizando las acciones compradas a continuación, manteniendo la sociedad su actividad y su cotización con un capital inferior. Existirá así un límite máximo de acciones que la sociedad se ofrecerá a adquirir. Por tanto, es posible que se dé la circunstancia de que el número de acciones que los accionistas acepten vender sea superior a ese límite máximo. A efectos de que no pueda decidirse arbitrariamente la adquisición de unas u otras acciones, el RDOPA prevé la aplicación de ciertas reglas de distribución y prorrateo que en el mismo se contemplan en el artículo 38.

Conforme al segundo apartado de este último precepto, cuando en una OPA por reducción del capital las declaraciones de aceptación de los accionistas hubiesen superado el límite máximo de la oferta de adquisición de acciones, para la liquidación de la operación se reducirán las ofrecidas por cada socio en proporción al número de acciones comprendidas en su aceptación. Esta es la regla más específica con la que contamos para resolver la cuestión de la sobreaceptación de la oferta. Sin embargo, su aplicación podría ser puesta en entredicho si tenemos en cuenta la regla sobre prorrateo que para el mismo caso establece la LSC. Conforme al artículo 340.2 LSC, de la misma forma se habrá de proceder pero actuando sobre el total de las acciones de las que cada accionista es titular. Obviamente, el resultado no es el mismo, porque aplicando la regla del RDOPA el socio mantendrá la titularidad íntegra de la parte de capital que no ofrezca vender. En nuestra opinión la especialidad del RDOPA en cuanto a la oferta de adquisición de acciones a que se ve obligada la sociedad en los casos de reducción cuando ésta es cotizada debiera prevalecer (resaltando la solución contraria que la dogmática jurídica sobre conflictos normativos ofrecería v. PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J., REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., (2016), pág. 39, versión digital). Lo que en ningún caso nos genera duda es la preferencia del apartado segundo del artículo 38 RDOPA sobre las reglas de prorrateo, más complejas, que se prevén en el párrafo primero del mismo artículo (disponen un sistema de distribución en dos niveles o fases) y que se estipulan en términos generales para todas las OPAs. La regla más simple, del párrafo segundo, está expresamente prevista para el caso de las OPAs por reducción del capital.

Puesto que nada se dice para la situación inversa, a no ser que en el acuerdo de la Junta o en la propuesta de adquisición se hubiera establecido otra cosa, cuando las aceptaciones no alcancen el número de acciones previamente fijado dentro del plazo señalado, se entenderá que el capital queda reducido en la cantidad correspondiente a las aceptaciones recibidas, conforme al artículo 340.3 LSC.

Podría no obstante recurrirse a la ampliación del plazo de la oferta, siempre dentro del máximo que señala el artículo 23.1 RDOPA (setenta días). Apelando como decíamos a la especificidad de la norma reglamentaria para el caso de las ofertas de adquisición de acciones que deban realizar las sociedades cotizadas, entendemos que el plazo mínimo por el que se habrá debido mantener la oferta habrá sido el de quince días naturales que el mismo precepto señala y no el de un mes que contempla el artículo 339.2 LSC. La mayor precisión con que en el RDOPAs se regulan las cuestiones de plazos así lo aconsejan también.

3. Excepción a la obligación de formular la OPA por reducción de capital

La OPA obligatoria que venimos estudiando no sería preciso formularla si la adquisición de las acciones propias por la sociedad con la finalidad de amortizarlas a continuación obedeciese a un programa de recompra que, en conjunto, no superase el diez por ciento de capital de la sociedad con derecho a voto ex artículo 12.2 RDOPA. Esto suele ocurrir principalmente cuando las empresas perciben que sus acciones se han devaluado. La previsión de esta excepción pone de manifiesto el carácter puramente instrumental de la OPA por reducción de capital, que no tiene una finalidad propia distinta de articular, facilitándolo, el procedimiento de compra de las propias acciones por parte de la sociedad

cuando este es el método elegido para la ejecución de una reducción de capital (en este sentido, v. RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., (2009)).

Cuando se recurre a un programa de recompra, durante el plazo que ella misma hubiese fijado, la sociedad emisora o bien la entidad que actúe como agente del programa podrán ir adquiriendo las acciones en los mercados secundarios mediante operaciones sucesivas de compra que podrán ir cerrándose en relación al volumen de acciones y al precio que el mercado vaya permitiendo. No será preciso ni se procede a concentrarlas todas ellas en el marco unificado de una OPA.

La actuación de la sociedad cotizada en el marco de estos programas no requiere la autorización de la CNMV, como ocurre con la OPA, aunque sí deberá cumplir ciertos requisitos de publicidad en el momento en el que se lance el correspondiente plan de recompra. Puesto que además la intervención continuada de la sociedad en el mercado operando sobre sus propias acciones sin el control previo de esa actuación por el regulador puede facilitar su manipulación (por ejemplo, transmitiendo señales falsas o engañosas en cuanto a la oferta y demanda de sus acciones), las compras que se realicen deberán respetar las cautelas que al respecto impone el Reglamento (UE) núm. 596/2014, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de abril de 2014, sobre el abuso de mercado, que habrán de complementarse con las previsiones del Reglamento Delegado (UE) 2016/1052 de la Comisión, de 8 de marzo de 2016, en lo que respecta a las normas técnicas de regulación relativas a las condiciones aplicables a los programas de recompra y a las medidas de estabilización.

IV Bibliografía

CAZORLA GONZÁLEZ-SERRANO, L., (2012), «La oferta pública de adquisición de valores de exclusión y la tutela de los accionistas minoritarios», en *El accionista minoritario en la Sociedad Cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario)*, Zabaleta Díaz (coord.), Peinado Gracia/Cremades García, J. (dirs.), Madrid, La Ley, págs. 611-640.

EMBED IRUJO, J.M., (2017), «Reducción de capital y amortización de acciones propias», <http://www.commenda.es/rincon-de-commenda/reduccion-de-capital-y-amortizacion-de-acciones-propias/>

FERNÁNDEZ DEL POZO, L., (2010), «El precio equitativo en una OPA (I): consideraciones generales», en *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Juste Mencía, Recalde Castells (coords.), Tirant lo Blanch, págs. 245-277.

GIMENO RIBES, M., (2017), «La exclusión voluntaria de la cotización bursátil», *Revista de derecho bancario y bursátil*, núm. 145, págs. 91-153 (BIB 2017, 10838).

GIRGADO PERANDONES, P., (2010), «La OPA de exclusión de cotización», en *Derecho de OPAs: estudio sistemático del régimen de las ofertas públicas de adquisición en el Derecho español*, Juste Mencía, Recalde Castells (coords.), Tirant lo Blanch, págs. 215-244.

GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M^a B., (2011), «Autocartera», en Accionistas minoritarios, Agúndez, Martínez-Simancas (dirs.), Cremades, Peinado (coords.), La Ley, págs. 195-215.

KOLB, A., SERRANO ACITORES, A., (2012), «La exclusión de negociación bursátil mediante las operaciones de public-to-private », Revista de Derecho del Mercado de Valores, núm. 10 (LA LEY 2433/2012).

PAREDES GALEGO, C., PEREDA ESPESO, J., REDONET SÁNCHEZ DEL CAMPO, J., (2016), «Ofertas públicas de adquisición de valores (I)» en AA.VV., Manual de fusiones y adquisiciones de empresas, Jordano Luna, M. (coord.), Sebastián Quetglas, R. (dir.), págs. 483-554 (LA LEY 2858/2016).

PAZ-ARES, C., (2011), «Aproximación al estudio de los Squeeze-outs en el derecho español», THEMIS: Revista de Derecho, núm. 59, 2011, págs. 89-105.

PEINADO GRACIA, J.I., GONZÁLEZ FERNÁNDEZ, M.^a B., (2012), «Sistemática y clasificación de los derechos del accionista en la sociedad cotizada», en AA.VV., El accionista minoritario en la Sociedad Cotizada (Libro Blanco del Accionista Minoritario), Zabaleta Díaz (coord.), Peinado Gracia/ Cremades (dirs.), La Ley, págs. 67-103.

RODRÍGUEZ GONZÁLEZ, A., (2009), «Una aproximación a la OPA de reducción de capital», Revista de Derecho del Mercado de Valores, núm. 4 (LA LEY 1643/2009).

ROJO ÁLVAREZ-MANZANEDA, C., (2017), «Análisis jurídico de las obligaciones de naturaleza informativa de las sociedades cotizadas», Revista de Derecho Bancario y Bursátil, núm. 146, págs. 63-111 (BIB 2017, 11193).

RONCERO SÁNCHEZ, A., (2009), «La compra y venta forzosa de acciones (sello ut y squeeze out)», Revista de Derecho de Sociedades de Capital, núm. 33, págs. 45-72 (BIB 2009, 1733).

SÁNCHEZ CALERO, F., (2009), Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS), Civitas, Madrid.

–(2017), «Reducción de capital con amortización de acciones propias», <http://jsanchezcalero.com/reduccion-capital-amortizacion-acciones-propias/>

TAPIA HERMIDA, A.J., (2008), «El régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAS) en la Unión Europea y en España», Documentos de trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, núm. 20, págs. 1-58.

TAPIA HERMIDA, A. J., ALONSO LEDESMA, C., RODRÍGUEZ MARTÍNEZ, I., (2009), «OPAs obligatorias, OPAs con finalidades específicas y OPAs voluntarias», en Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (Opas), Beneyto Pérez, Largo Gil (dirs.), Bosch, págs. 161-326.