

**MADRID**

Castellana, 216  
28046 Madrid  
Tel.: (34) 91 582 91 00

**BARCELONA**

Diagonal, 640 bis  
08017 Barcelona  
Tel.: (34) 93 415 74 00

**BILBAO**

Alameda Recalde, 36  
48009 Bilbao  
Tel.: (34) 94 415 70 15

**MÁLAGA**

Marqués de Larios, 3  
29015 Málaga  
Tel.: (34) 952 12 00 51

**VALENCIA**

Gran Vía Marqués  
del Turia, 49  
46005 Valencia  
Tel.: (34) 96 351 38 35

**VIGO**

Colón, 36  
36201 Vigo  
Tel.: (34) 986 44 33 80

**BRUSELAS**

Avenue Louise, 267  
1050 Bruselas  
Tel.: (322) 231 12 20

**LONDRES**

Five Kings House  
1 Queen Street Place  
EC 4R 1QS Londres  
Tel.: +44 (0) 20 7329 5407

**LISBOA**

Avenida da Liberdade, 131  
1250-140 Lisboa  
Tel.: (351) 213 408 600

## MODIFICACIÓN DEL RÉGIMEN DE NEUTRALIZACIÓN DE MEDIDAS ANTI-OPA EN LA LEY 1/2012

**Alberto Díaz Moreno**

*Catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Sevilla  
Consejero académico de Gómez-Acebo & Pombo*

El apartado tercero de la disposición adicional primera de la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital, ha dado nueva redacción al artículo 60 ter de la LMV, relativo a las medidas de neutralización de las medidas defensivas anti-OPA.

### 1. Antecedentes y contexto normativo

El alcance y sentido de los cambios operados –de los que seguidamente se dará cuenta– no pueden valorarse de forma adecuada sin recordar previamente algunos de los puntos esenciales de la anterior regulación de la materia y, sobre todo, sin conectar la reforma del régimen de OPAs con la que ha afectado a la disciplina de las limitaciones estatutarias al número máximo de votos que puede emitir un accionista (arts. 188.3 y 527 LSC).

En efecto, la versión derogada del artículo 60 ter LMV establecía un sistema de neutralización *opcional* de medidas anti-OPA según el cual las sociedades *podían* decidir que fueran ineficaces: (i) durante el plazo de aceptación de una OPA, las restricciones a la transmisibilidad de valores previstos en los pactos parasociales; (ii) en la junta general que hubiera de decidir sobre si autorizar a los administradores para adoptar medidas defensivas, las restricciones a los derechos de voto eventualmente existentes en los estatutos o en los pactos parasociales; y (iii) las restricciones a los

derechos de voto y a la transmisibilidad de valores mencionados *supra sub (i)* y *(ii)* en el caso de éxito de la OPA formulada.

Este régimen se vio privado de sentido *en cierta medida* con ocasión de la promulgación de la LSC, cuyo artículo 527 (numerado como 515 hasta la entrada en vigor de la Ley 25/2011, de 1 de agosto) vino a declarar nulas, en las sociedades anónimas cotizadas, las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, fijasen con carácter general el número máximo de votos que pudieran emitir un mismo accionista o las sociedades pertenecientes al mismo grupo. Resultaba así que quedaba eliminada, para las sociedades cotizadas, la única posibilidad existente –junto con la de emitir acciones sin voto– de excepcionar el principio de estricta proporcionalidad entre voto y participación en el capital social. O, dicho en otros términos: al desaparecer la posibilidad de introducir en los estatutos restricciones al derecho de voto, el ámbito objetivo de la neutralización se contrajo a las restricciones a este derecho contenidas en los pactos parasociales referidos a la sociedad afectada por la OPA.

La reforma de los artículos 188.3 y 527 LSC operada por la ley 1/2012 ha venido, no obstante, a alterar de nuevo el panorama, por cuanto ahora vuelve a ser ahora posible para las sociedades anónimas cotizadas (para las no cotizadas siempre lo fue) incluir en sus estatutos estipulaciones que, directa o indirectamente, fijen con

carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores. No obstante, y como veremos a continuación, no sería correcto afirmar que los cambios introducidos en la LSC nos han devuelto a la situación inicial. Y ello porque, en paralelo con tales cambios, se ha reformado en diversos extremos el régimen de la neutralización.

## 2. Los cambios introducidos.

La reforma del régimen de la neutralización de las medidas anti-OPA se ha concertado en un abanico de modificaciones legales cuyo alcance y relevancia es muy desigual. Sintéticamente puede decirse que afectan a las siguientes cuestiones.

### 2.1. Medidas de neutralización opcionales *versus* neutralización imperativa

En la versión previa del artículo 60 ter LMV, las medidas de neutralización eran absolutamente opcionales. Sólo si la sociedad decidía adoptarlas –y en la medida en que lo decidiese– podrían llegar a aplicarse. En la nueva redacción algunas de las medidas de neutralización siguen siendo opcionales pero hay un supuesto de neutralización o desactivación que (en concordancia con lo dispuesto en el vigente art. 527 LSC) ha devenido necesario o imperativo (de ahí la más que significativa modificación de la rúbrica del precepto comentado).

En concreto, y de acuerdo con el artículo 60 ter.1 LMV, sigue estando sometido a una decisión de la compañía afectada por la OPA la ineficacia: (i) durante el plazo de aceptación de una OPA, de las restricciones a la transmisibilidad de valores previstos en los pactos parasociales; (ii) en la junta

general que hubiera de decidir sobre la autorización a los administradores para adoptar medidas defensivas, de las restricciones a los derechos de voto eventualmente existentes en los estatutos (que ahora vuelven a ser lícitas) o en los pactos parasociales; y (iii) de las restricciones a los derechos de voto y a la transmisibilidad de valores contenidas en pactos parasociales en el caso de que, tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70 por 100 del capital que confiera derechos de voto.

Y, sin embargo, según lo dispuesto en el artículo 60 ter.2 LMV, quedarán *automáticamente* sin efecto (no será preciso, por tanto, acuerdo, decisión o consentimiento alguno por parte de la sociedad *target*) las cláusulas estatutarias que, directa o indirectamente, fijen con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores cuando, tras una oferta pública de adquisición, el oferente haya alcanzado un porcentaje igual o superior al 70 por 100 del capital que confiera derecho de voto. No obstante, no se producirá tal ineficacia inmediata cuando el oferente, o su grupo, o quienes actuaran de forma concertada con los anteriores, no estuvieran sujetos a medidas de neutralización equivalentes o no las hubieran adoptado.

Prescindiendo ahora de la novedad que supone el haber reducido del 75 por 100 al 70 por 100 el umbral de participación que debe alcanzarse como consecuencia de una OPA para que se produzca la desactivación (sea automática o previamente decidida),

conviene reparar especialmente en un extremo: la actual redacción del artículo 60 ter LMV parece partir del supuesto de que las únicas restricciones estatutarias posibles al derecho de voto en las sociedades anónimas son las que consisten en la fijación del número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista. Así se deduce del párrafo (c) del primer apartado del artículo 60 ter LMV leído en relación con el segundo apartado del mismo precepto: en efecto, las restricciones al derecho de voto establecidas en pactos parasociales siguen sometidas a un régimen opcional de neutralización. Por el contrario, las de naturaleza estatutaria están sometidas a un régimen de neutralización automática si la OPA formulada alcanza el nivel de éxito legalmente fijado (queda al margen de esta discusión el supuesto previsto en el art. 60 ter.1.b LMV, en el que la desactivación de las restricciones al derecho de votos establecidas en los estatutos sigue siendo opcional para la sociedad objetivo de la OPA). Resulta así que, en relación con la hipótesis de que el oferente alcance un porcentaje igual o superior al 70 por 100 del capital con derecho de voto, las únicas restricciones estatutarias al derecho de voto que se contemplan son, precisamente, las que se traducen, como ya hemos visto, en el establecimiento de límites al número máximo de votos que puede emitir un accionista. Lo que indica que no son posibles otras limitaciones estatutarias al derecho de voto (salvo que se esté dispuesto a admitir que esas restricciones, de ser posibles –cosa que no creemos– quedarían al margen de la neutralización en caso de cierre con éxito de una OPA). De esta forma la reforma de la LMV se alinea con aquellas opiniones según las

cuales el principio de proporcionalidad entre el voto y la participación en el capital (enunciado de manera terminante en el artículo 96.2 LSC) no admite otras excepciones estatutarias que aquéllas expresamente previstas en la Ley. Esto es: básicamente, las que derivan de la emisión de acciones sin voto (que no pueden beneficiarse de neutralización alguna: cfr. art. 11.6 Directiva 2004/25/CE) y de la utilización de la posibilidad prevista en el artículo 188.3 LSC.

Ha de llamarse igualmente la atención sobre una cuestión adicional: en lógica correspondencia con la nueva formulación del artículo 188.3 LSC, en el artículo 60 ter.2 LMV se hace ahora referencia a las limitaciones al número máximo de votos que pueden emitir, no sólo un mismo accionista o las sociedades pertenecientes a un mismo grupo, sino *“quienes actúan de forma concertada con los anteriores”* (en realidad, y a pesar de su tenor, la norma quiere decir que se puede fijar un número máximo de votos a emitir por el conjunto de accionistas que actúen concertadamente –igual que para el conjunto de sociedades agrupadas– y no que el límite pueda aplicarse a cada uno de los que actúan en concierto –ya que éstos, por definición, son socios y están sometidos individualmente a la restricción–).

## 2.2. La reciprocidad como excepción a la neutralización automática

De acuerdo con el apartado 5 del artículo 60 ter LMV (sustancialmente equivalente en este punto a la anterior redacción del art. 60 ter.4 LMV) las sociedades podrán dejar de aplicar las medidas de neutralización que tuvieran en vigor cuando sean objeto

de una OPA formulada por una entidad o grupo, o por sujetos que actúen de forma concertada con ellos, cuando éstos no hubieran adoptado medidas de neutralización equivalentes. A este respecto debe observarse como, en discutible paralelismo con lo que se apuntó previamente, también en esta materia se ha optado por contemplar el supuesto de quien actúa concertadamente con otras entidades o grupos de ellas, siendo así que la admitida posibilidad de limitar estatutariamente el número máximo de votos que pueden emitir conjuntamente los sujetos que actúen de forma concertada nada parece tener que ver con la manera de actuar de quienes formulan la OPA. La decisión de invocar esta peculiar regla de reciprocidad habrá de ser tomada por la junta general de la sociedad afectada.

Ahora bien, cuando la neutralización es una consecuencia automática del éxito de una OPA, la inaplicación de tal medida deriva a su vez, parece que igualmente sin necesidad de que tal circunstancia se invoque por la sociedad, de la falta de reciprocidad: si el oferente, o las sociedades de su grupo, o quienes actúen de forma concertada con ellos, no están sujetos de forma imperativa a medidas de neutralización equivalentes a las previstas en la legislación española o no han decidido voluntariamente adoptarlas, la desactivación de las restricciones estatutarias al derecho de voto no se producirá.

- 2.3. La precisión sobre los requisitos de quórum y mayorías para acordar la neutralización o revocar la decisión.

En el régimen previo se disponía que la decisión de aplicar las medidas de neutralización (así como la de revocar tal acuerdo o la de invocar, en su caso, el principio de reciprocidad) debía adoptarse por la junta general de accionistas de la sociedad de acuerdo con lo dispuesto en el artículo 103 LSA. La utilización de esta fórmula suscitaba la duda de si, dado que se trata de acuerdos que no son propiamente de modificación de estatutos, en la adopción de las correspondientes decisiones sobre la neutralización habían de respetarse los requisitos reforzados sobre quórum o mayorías eventualmente exigidos estatutariamente para proceder a tal modificación. También surgían dudas sobre la necesidad de respetar las cláusulas estatutarias que previeran particulares exigencias para la modificación de los estatutos sociales en relación con otros extremos no contemplados en el antiguo artículo 103 LSA (por ejemplo, en cuanto a la antelación y publicación de la convocatoria o al derecho de información de los socios...).

Pues bien, estas dudas han desaparecido sólo en parte en la nueva redacción del artículo 60 ter LMV. Porque, si bien de una parte se explicita ahora que deben cumplirse los requisitos de quórum y mayorías previstos para la modificación de estatutos en la LSC (y no, por tanto, otras exigencias relativas a otros extremos), sigue existiendo la duda de si habrán de respetarse las mayorías y quórum reforzados eventualmente establecidos.