

LAS CRISIS DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS Y EL RÉGIMEN DE OPA (*)

Francisco José LEÓN SANZ

I. INTRODUCCIÓN

LA solución de una situación de dificultades económicas de una entidad que participa en los mercados de valores puede hacer necesaria la adopción de medidas extraordinarias con el fin de lograr el saneamiento de la entidad y la continuidad de la actividad de manera solvente y rentable. El plan que se ha de llevar a cabo para resolver una crisis presenta una especial trascendencia, suele tener por objeto una refinanciación y una reestructuración de la empresa y ordinariamente va acompañado de un cambio de control, bien de manera directa o indirecta, como consecuencia de una fusión o de otro tipo de modificación estructural o de un aumento o de una reducción del capital social.

Cuando la resolución de la crisis económica implique un cambio en la titularidad del poder de decisión de la sociedad, la operación queda sujeta a la ordenación del mercado de control. La regulación de esta parte del mercado de valores se dirige a asegurar la igualdad de trato entre los inversores en los supuestos de adquisición y de cambio de control, contribuye a la legitimación en el acceso y en el ejercicio de la titularidad del poder de decisión y potencia la confianza institucional en los mercados de valores. La obligación de presentar una OPA como consecuencia de la adquisición de una participación de control en una sociedad cotizada tiene como objetivo el reparto de la prima de control entre todos los accionistas. En las sociedades con dificultades económicas, la prima de control puede llegar a ser negativa y normalmente lo será por los costes que se han de asumir para absorber las pérdidas, reestructurar la empresa y hacer posible la continuidad de la actividad empresarial. Una vez saneada la sociedad, los inversores se benefician de la recuperación del valor de cotización.

(*) Este trabajo se ha realizado en el marco del Proyecto de Investigación sobre «Principales instituciones de la Insolvencia. Sociedades y Reintegración (DER 2008-05874-C02-02)». Este trabajo también se encuentra publicado en el libro colectivo *Derecho de OPAs*, dirigido por JUSTE MENCÍA/RECALDE CASTELLS, Valencia, 2010. Me gustaría agradecer a Jorge García-Andrade, Prof. Dr. Derecho administrativo y letrado del Banco de España, y a Francisco Sola, Profesor de Derecho Mercantil e Inspector de Seguros la ayuda prestada para la realización de este trabajo.

El interés general en la continuidad de la empresa así como la falta de valor de la prima de control justifican que se prevea una excepción a la obligación de OPA en estos supuestos. También parece oportuno que se reconozca la aplicación de criterios de valoración que aprecien las dificultades económicas en la determinación del precio equitativo cuando se proceda a la presentación de una OPA sobre una sociedad que se encuentre en una situación de crisis. La cuestión se plantea de manera especialmente relevante en los supuestos de las entidades sujetas al control de las autoridades regulatorias, como las entidades financieras, las empresas de servicios de la inversión y las entidades de seguros. Pero resulta igualmente conveniente para las demás sociedades cotizadas la previsión de cauces que faciliten el saneamiento sin tener que proceder a una OPA o con un precio equitativo más acorde con esta clase de supuestos.

II. LA EXENCIÓN DE OPA OBLIGATORIA EN LAS OPERACIONES DE SANEAMIENTO AL AMPARO DE LAS AUTORIDADES REGULATORIAS

A. EL SANEAMIENTO DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS

1. Consideraciones generales

El modelo vigente de ordenación de la solución de las crisis económicas de las entidades financieras se desarrolla en Estados Unidos a raíz de la crisis de 1929 con la creación de la Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) en 1933 (1). En el Derecho español se sigue este sistema como instrumento para resolver las crisis bancarias que tuvieron lugar entre 1977 y 1983. La creación del FGD (2) tiene por objetivo la confianza en el crédito de las entidades financieras mediante el aseguramiento de los depósitos hasta la cuantía establecida y la previsión de instrumentos que permitan resolver las dificultades económicas que puedan atravesar.

El FGD cumple la función de solidarizar el riesgo de insolvencia entre las entidades de crédito de manera que se pueda poner remedio a las situaciones de crisis de la manera más eficiente y sin tener que recurrir a la ayuda pública. Se nutre de las aportaciones de las diferentes entidades en la medida necesaria para atender a los cometidos que tiene asignados. Ordinariamente resulta menos costoso y favorece más la confianza en el crédito que se proporcione la financiación que necesita la entidad que se encuentra en una situación crítica sin tener que esperar al momento

(1) Esta solución se inspiró en las legislaciones de algunos de los Estados que ya contaban con instrumentos similares [SÁNCHEZ CALERO, F., (1981), 20, nota 20]. Sobre la introducción de este modelo en Europa, DÍAZ MORENO, A. (1987), pp. 341 y ss.

(2) El Fondo de Garantía de Depósitos se crea por Decreto de 11 de noviembre de 1977. La regulación actual procede del RDL 4/1980, de 28 de marzo. Ha sido reformado para adaptarlo a la Directiva comunitaria 94/19/CE, de 30 de mayo de 1994 sobre sistemas de garantías de depósitos. La norma legal ha sido desarrollada por el RD 2606/1996, de 20 de diciembre. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., (1994), pp. 569 y ss.; GARCÍA VILLAVERDE, R. (1985), pp. 189 y ss.; IGLESIAS PRADA, J. L./SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1984), pp. 47 y ss.; PRIEGO, F. J. (2001), pp. 95 y ss.; ROJO, A. (1985), pp. 7 y ss.; (1988), pp. 113 y ss.; SÁNCHEZ ANDRÉS, A. (1984), pp. 7 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F., (1981), pp. 13 y ss.

en el que no pueda atender las órdenes de retirada de depósitos. La capitalización de esta financiación supone que el FGD se convierta en el principal accionista y que se encuentre en condiciones de proceder de la mejor manera para resolver la crisis. La actuación del FGD se refuerza con las competencias coercitivas y sancionadoras de que dispone el Banco de España y que pueden llegar a la intervención de la entidad y a la sustitución de los administradores de la entidad. Los instrumentos de saneamiento presuponen el establecimiento de medidas que permitan el control sobre los recursos propios necesarios para asegurar la cobertura de los riesgos vinculados a la actividad que desarrollan las entidades de crédito.

Las medidas sobre recursos propios y sobre saneamiento se dirigen a reforzar la solvencia y a resolver las situaciones de dificultades económicas que pueden atravesar las entidades financieras singulares. Sin embargo, se han revelado insuficientes (3) para solventar las crisis sistémicas, como la desencadenada en 2007, aquellas que alcanzan al conjunto de las entidades en un contexto global, incluso con independencia de que cumplieran las normas sobre recursos propios y cobertura de riesgos, como consecuencia de hechos que afectan a todo el sistema financiero.

Esta situación explica la aprobación del RDL 9/2009, de 26 de junio, sobre reestructuración bancaria y reforzamiento de los recursos propios de las entidades de crédito (4). La creación del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) pretende ser coherente con los Principios Comunes de gestión de crisis acordados por los ministros de finanzas de la UE en junio de 2008 (5). En este

(3) RECALDE, A. (2009), pp. 17 y ss.

(4) El antecedente a este RDL se encuentra en la intervención de la Caja Castilla-La Mancha por el RDL 4/2009, de 29 de marzo, por el que se autoriza la concesión de garantías derivadas de la financiación que pueda otorgar el Banco de España a favor de Caja de Ahorros de Castilla-La Mancha.

(5) Exposición de motivos RDL 9/2009. El empleo de fondos públicos para el saneamiento de entidades financieras privadas debe cumplir con lo dispuesto en el régimen comunitario de ayudas estatales públicas [arts. 107 y 108 TFUE, en particular, el art. 107.3.b) y c)] y con el de la Política económica y monetaria (art. 123 TFUE que prohíbe la autorización de descubiertos o la concesión de cualquier otro tipo de créditos a los bancos centrales a favor de los gobiernos, las autoridades o los organismos públicos). A raíz de la crisis se han publicado una serie de Comunicaciones en esta materia: Comunicación (2008/C/270/02) sobre la aplicación de normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la actual crisis financiera mundial; Comunicación (2009/C 10/03) sobre la recapitalización de las instituciones financieras en la crisis financiera actual: limitación de ayudas al mínimo necesario y salvaguardias contra los falseamientos indebidos a la competencia; Comunicación (2009/C 195/04) *on the return to viability and the assesment of restructuring measures in the financial sector in the current crisis under the State aid rules* y Comunicación (2009/C 83/01) sobre marco temporal aplicable a las medidas de ayuda estatal para facilitar el acceso a la financiación en el actual contexto de crisis económica y financiera.

A pesar de la manifestación de la Exposición de Motivos del RDL 9/2009, acerca del respeto del marco europeo de ayudas públicas, España ha realizado una notificación sobre la creación del FROB a la Comisión el 19 de enero de 2010. La Comisión ha declarado la compatibilidad del FROB con el artículo 107.3, b) TFUE en la Decisión de 28 de enero de 2010 (publicada el 9 de marzo de 2010), siempre que se cumplan con las condiciones que en ella se fijan y que tratan de asegurar que las ayudas presetadas a través del FROB sean apropiadas, necesarias y proporcionales (http://ec.europa.eu/community_law/state_aids/comp-2010/n028-10-en.pdf). En la nota de prensa publicada ese mismo día se dice:

«La Comisión ha procedido a la autorización del FROB. En la nota de prensa sede publicada el 28-01-2010 se dice (http://ec.europa.eu/competition/elojade/iseef/case_details.cfm?proc_code=3_N28_2010): «La Comisión Europea ha aprobado hasta el 30 de junio de 2010 el régimen español de recapitalización bancaria, cuyo objetivo es reforzar la solidez y solvencia de las entidades de crédito, de forma que puedan facilitar créditos con normalidad y que se mantenga la confianza en el sistema

momento se encuentran en fase de estudio a nivel internacional y europeo (6) el establecimiento de fórmulas y de instrumentos de supervisión que hagan posible anticiparse y resolver crisis sistémicas como la que acaba de tener lugar.

2. Procedimiento de saneamiento de las entidades financieras

La supervisión de las entidades de crédito por el Banco de España se dirige a asegurar el interés general en la estabilidad y en el buen funcionamiento del sistema financiero. Las medidas y las técnicas de control han adquirido un importante desarrollo en paralelo con la complejidad creciente de la actividad financiera. El apalancamiento del negocio bancario en la actualidad potencia el impacto sobre los recursos propios en los casos en los que se producen fallidos en las operaciones financieras.

El Comité de Basilea ha impulsado la homogeneización y la profundización de las técnicas sobre recursos propios y sobre la supervisión en el marco de la internacionalización de los mercados financieros. Los acuerdos del Comité sobre Convergencia Internacional de Medidas y Normas del Capital, conocido como Basilea II (junio 2004, versión actualizada de noviembre de 2005) han dado lugar a una importante reforma de la normativa europea (7) y española (8).

La capacidad de una entidad para el ejercicio de las actividades reservadas a las entidades de crédito se asegura, en primer lugar, mediante la autorización de su creación por parte del Ministerio de Economía y Hacienda, previo informe del Banco de España (art. 28 Ley 29/1988 de Disciplina e Intervención de las entidades de crédito, LDIEC). Las condiciones que ha de reunir la entidad como presupuesto de la autorización se refieren al capital mínimo, a la adecuada estructura organizativa, a la buena organización administrativa y contable, a los procedimientos de control interno y a la honorabilidad y profesionalidad de los administradores y directivos (art. 43.4 LDIEC).

financiero nacional. La Comisión ha constatado que el régimen se atiene a sus comunicaciones de orientación relativas a las ayudas estatales destinadas a superar la crisis financiera (véase IP/08/1495 e IP/08/1901). En especial, las medidas aprobadas tienen una limitación temporal y de alcance, requieren una remuneración al tipo de mercado e incluyen suficientes incentivos para reembolsar paulatinamente la participación del Estado. Por lo tanto, la Comisión ha concluido que el régimen es un medio adecuado para corregir una grave perturbación de la economía española y que como tal es compatible con el artículo 107.3.b) del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE).»

(6) COFFEE, J. C./SALE, H. A. (2008). En Estados Unidos se ha elaborado en 2009 por el Departamento del Tesoro un informe sobre la reforma del sistema financiero, *Financial Regulatory Reform, A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation*. También en Europa se han presentado diversos documentos como la Comunicación de 27 de mayo de 2009 sobre *European financial supervision*.

(7) Directiva 2006/48/CE de 14 de junio de 2006, relativa al acceso a la actividad de las entidades de crédito y a su ejercicio y de la Directiva 2006/49/CE sobre adecuación del capital de las empresas de servicios de inversión y las entidades de crédito.

(8) El Derecho español se ha adaptado a los textos comunitarios por la Ley 36/2007, de 16 de noviembre, por la que se modifica la Ley 13/1985, de 25 de mayo, de coeficiente de inversión, recursos propios y obligaciones de información de los intermediarios financieros y otras normas del sistema financiero desarrollada por el RD 216/2008, de 15 de febrero, de recursos propios de las entidades financieras, que modifica el RD 1343/1992, de 6 de noviembre, y, finalmente, por la Circular 3/2008 del Banco de España, de 22 de mayo, sobre determinación y control de los recursos propios de las entidades de crédito.

El sistema para reforzar la solvencia se apoya (9), por una parte, en la determinación de los requisitos mínimos de recursos propios con los que debe contar la entidad de crédito para la cobertura de los riesgos (10) asumidos en función del tipo y del nivel de riesgo asociado a las distintas clases de créditos y de los diferentes tipos de operaciones financieras (art. 6.º Ley 13/1985 y arts. 12 y ss. RD 216/2008) (11). En la delimitación de los riesgos se tiene en cuenta el grado de probabilidad de que se produzcan fallidos en función del conjunto de las operaciones de cada clase que se realicen. Los fondos propios se fijan de modo que haya una garantía razonable de que se va a poder hacer frente a los costes previsibles que se deriven de la falta de cumplimiento regular de los créditos. Al mismo tiempo, se establece un modelo de supervisión por los bancos centrales a través de la fijación de deberes de información periódica y puntual que permitan el análisis económico financiero y la comprobación del cumplimiento de los requisitos de recursos propios mínimos por la entidad de crédito, así como el control y la evaluación de los riesgos y de la solvencia por la autoridad regulatoria (12). El sistema se completa con medidas de otra naturaleza pero que también contribuyen a reforzar la solvencia de las entidades de crédito, como el régimen de verificación de la información contable por auditores externos, el sistema de garantía de depósito e inversiones o la intervención de otras autoridades públicas como la CNMV.

Cuando se aprecie un déficit de recursos propios respecto de los mínimos requeridos, se impone una obligación de comunicación al Banco de España con carácter inmediato a los grupos consolidables de entidades de crédito o a las entidades de crédito no pertenecientes a uno de estos grupos (art. 11 Ley 13/1985 y arts. 75 y 76 RD 216/2008). El grupo o la entidad de crédito afectada por esta situación deben presentar un programa en el que se concreten los planes que hagan posible volver al cumplimiento. El programa tiene que identificar las causas del incumplimiento del nivel de recursos propios exigible y proponer un plan de actuaciones, que puede referirse tanto a la limitación al desarrollo de actividades que supongan riesgos elevados como a medidas para el aumento del nivel de recursos propios. La propuesta también ha de contener una estimación de los plazos en los que se va a desenvolver el plan.

Corresponde al Banco de España la aprobación del programa en un plazo máximo de tres meses desde su presentación, quien puede exigir medidas adicionales a las contempladas, con el fin de asegurar el cumplimiento de los requisitos mínimos sobre recursos propios.

Si el déficit de los recursos propios computables fuera igual o inferior al 20% resulta necesaria la aprobación del Banco de España de la propuesta de aplicación de los resultados, en los términos que reglamentariamente se disponen. Si el déficit fuera superior al 20% o los recursos propios básicos descendieran por debajo

(9) *Modelo de Supervisión del Banco de España*, 17-06-2009, http://www.bde.es/webbde/es/supervision/funciones/modelo_de_supervision.pdf.

(10) LÓPEZ PASCUAL, J./SEBASTIÁN GONZÁLEZ, A. (2009), pp. 222 y ss.

(11) El artículo 17 RD 216/2008 prevé que los grupos consolidables de entidades de crédito y las entidades de crédito no integradas en un grupo deberán mantener un coeficiente de solvencia que no podrá ser inferior al 8%.

(12) La competencia del Banco de España para la supervisión de las entidades de crédito se encuentra prevista en el artículo 7.6 de la Ley 13/1994 sobre autonomía del Banco de España, artículo 43 bis LDIEC y artículo 9.2 y 10 bis Ley 13/1985.

del 50%, deberá destinar a reservas la totalidad de los beneficios o de los excedentes netos.

El FGD (13) puede realizar actuaciones preventivas, dirigidas al saneamiento y tendentes a facilitar la viabilidad de la entidad de crédito en dificultades económicas de conformidad con el plan de actuación acordado por la entidad y aprobado por el Banco de España (art. 10 RD 2606/1996). En supuestos de excepcional gravedad de la crisis económica de la entidad de crédito, el Banco de España puede acordar la intervención o sustitución de los órganos de administración o de dirección (arts. 31 y ss. LDIEC)(14). La adopción de esta resolución da lugar a un proceso de información sobre la situación económico financiera de la entidad, al análisis de los diferentes activos y pasivos, a la determinación de las deficiencias en la estructura de organización de la gestión, al examen de las posibles irregularidades que se hubieran cometido. Finalizada esta fase se procede a la elaboración de un plan de saneamiento de la entidad que deberá ser aprobado por el Banco de España y al inicio, en su caso, de las correspondientes acciones de responsabilidad.

El plan de saneamiento puede contener diferentes tipos de medidas como el otorgamiento de ayudas financieras, la reestructuración del capital o la mejora de la gestión de la entidad (15). El FGD puede suscribir aumentos de capital con el fin de reforzar los fondos propios de la entidad y asegurar la solvencia(16). Se requiere que se adopte el acuerdo de aumento con exclusión del derecho de suscripción preferente. Las limitaciones al derecho de voto no resultan de aplicación a las acciones suscritas y adquiridas por el FGD, con el objetivo de que pueda ejercer los derechos políticos sin ninguna restricción y, de ese modo, no tenga obstáculos para adquirir el control de la entidad. Mediante la realización de las diferentes medidas que se lleven a cabo se pretende resolver la situación de crisis de la entidad, bien por la vía de reforzar la solvencia y el patrimonio de la entidad, bien por la de promover una fusión u otra clase de modificación estructural. El FGD se ha de desprender de las acciones adquiridas en el plazo de un año. La desinversión se produce mediante procedimientos que aseguren la competencia.

3. El Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria

La crisis del sistema financiero de 2007 ha hecho necesario desarrollar nuevos instrumentos dirigidos a resolver las dificultades económicas y aumentar la eficiencia de las entidades de crédito. La excepcionalidad de la situación y la entidad de la crisis ha hecho necesario recurrir al apoyo de las ayudas públicas mediante la creación del FROB. La reestructuración ordenada bancaria consiste en un pro-

(13) GARCÍA DE ENTERRÍA J. (1994), pp. 574 y ss.; IGLESIAS PRADA, J. L./SÁNCHEZ DE ANDRÉS, A., *op. cit.*, pp. 65 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F. (1981), pp. 55 y ss.

(14) ARAGÓN, M./GARCÍA VILLAVERDE, R./SANTAMARÍA PASTOR, J. A. (1991), *El Régimen Jurídico de las Cajas de Ahorros*, Madrid, pp. 567 y ss.; JIMÉNEZ BLANCO, A. (1991), pp. 117 y ss.; VILLAR PALASÍ, J. L. (1987), pp. 730 y ss.

(15) Sobre los aspectos societarios, ROJO, A. (1988), pp. 119 y ss.

(16) A este respecto, el artículo 10.3 RD 2606/1996, sobre los Fondos de Garantía de Depósitos, establece: «3. Al adoptar estas medidas, el fondo tendrá en cuenta el coste financiero de las mismas a su cargo que se comparará con los desembolsos que hubiese tenido que realizar de optar, en el momento de la adopción del plan, por realizar en lugar de éste el pago de los importes garantizados previstos en el artículo 7.»

cedimiento que se dirige a sanear la entidad de modo que se aseguren los depósitos y se minimicen los costes que conlleva el reflotamiento. Por esta vía (17) se anticipa la solución a la crisis y se evita la solicitud del concurso. Se introduce, además, un proceso para la integración de entidades de crédito para lograr una estructura y dimensión más eficiente que mejore las perspectivas de futuro y la viabilidad a medio plazo. El apoyo del FROB a estos procesos de concentración se justifica en la dificultad para obtener por otra vía los recursos propios necesarios para llevarlos a cabo.

3.1 *El procedimiento de reestructuración de las entidades de crédito*

El supuesto de hecho que desencadena el inicio del procedimiento de reestructuración se hace de manera deliberadamente abierta. El RDL 9/2009 sobre el FROB lo delimita del siguiente modo (art. 6.º1): «*Cuando una entidad de crédito o un grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito presente debilidades en su situación económico-financiera que, en función del desenvolvimiento de las condiciones de los mercados, pudieran poner en peligro su viabilidad*».

La situación de debilidades económicas puede consistir en el deterioro de los activos de la entidad de crédito, grupo o subgrupo consolidable de entidades de crédito, en el déficit de los recursos propios computables, en la falta de capacidad para generar resultados recurrentes o en la falta de confianza externa sobre su solvencia (art. 6.2 RDL 9/2009 sobre el FROB).

Desde un punto de vista teleológico-sistemático, la utilización de una formulación relativamente amplia para la delimitación del supuesto de hecho que determina el inicio del procedimiento de reestructuración encontraría justificación en la integración de este procedimiento en el conjunto de medidas que se dirigen reforzar la solvencia de las entidades de crédito; el Banco de España lleva a cabo una supervisión permanente de las entidades de crédito, se prevén medidas dinámicas de diferente grado de intensidad, en función de la necesidad de asegurar en todo momento el cumplimiento de los requisitos mínimos necesarios de recursos propios, se dispone la adopción de programas encaminados a restablecer el cumplimiento en caso de que no se alcancen los umbrales fijados (art. 75 RD 216/2008 sobre recursos propios de las entidades de crédito), etc.

El presupuesto del procedimiento de reestructuración puede ser previo a la situación de insolvencia e incluso a la insolvencia inminente (art. 2.º LC). Ahora bien, incluso en el supuesto de que la entidad de crédito se encontrara en una situación que obligara a la solicitud de concurso (18), no se impide que se siga el procedimiento de reestructuración. El procedimiento concursal y el procedimiento de reestructuración son procedimientos alternativos para la solución de la crisis de la entidad de crédito. La presentación de un plan de reestructuración bancaria excluye el deber de solicitar el concurso (DA 4.ª RDL 9/2009, sobre el FROB). La decisión

(17) DEL GUAYO, I. (2009) y DEL GUAYO, I. (2008).

(18) En caso de declaración de concurso, habrá que tener en cuenta la Ley 6/2005, de 22 de abril, sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito, que incorpora al Derecho español la Directiva 2001/24/CE, de 4 de abril, sobre saneamiento y liquidación de entidades de crédito, para la determinación de la autoridad judicial y supervisora competente y la legislación aplicable. ESPÍN, «El saneamiento y la liquidación de entidades de crédito en el ordenamiento comunitario», *RDBB*, núm. 82, 2001, pp. 7 y ss.

sobre el procedimiento que se debe seguir en cada caso se debe tomar en función de los distintos intereses implicados, los de la entidad, los de los acreedores, los del FGD, los del FROB y los generales del sistema financiero.

El procedimiento de reestructuración se inicia, en principio, por iniciativa de la entidad de crédito afectada. Cuando se den los presupuestos de hecho que determinan que se proceda a la reestructuración, se establece una obligación de la entidad de crédito o del grupo o subgrupo consolidable de información inmediata al Banco de España de la situación de dificultades económicas que puedan afectar a la viabilidad de la entidad (art. 6.1 RDL 9/2009 sobre el FROB). El Banco de España también tiene competencia para poner en marcha el procedimiento de reestructuración en la medida en que aprecie que la entidad o el grupo o subgrupo consolidable se encuentran en una situación de dificultades económicas. En este caso, el procedimiento se inicia mediante el envío de una comunicación a la entidad de crédito afectada con el requerimiento de que presente un plan de reestructuración.

La presentación del plan por la entidad de crédito se debe hacer en el plazo de un mes desde el envío de la comunicación al Banco de España o desde que el Banco de España lo hubiera exigido. El incumplimiento de estos deberes se califican como una infracción muy grave [art. 4.º, p) LDIEC]. El plan de reestructuración puede consistir en acciones dirigidas a reforzar el patrimonio y la solvencia, proceder a una fusión o absorción por otra entidad de reconocida solvencia, la cesión total o parcial del negocio o de unidades económicas a otras entidades. La ejecución del plan se debe iniciar en el plazo de tres meses. El plan puede ser apoyado por el FGD mediante la adopción de las medidas preventivas y de saneamiento que se consideren oportunas. El FROB puede otorgar la financiación necesaria a los FGD de los establecimientos de crédito, cajas de ahorros y cooperativas de crédito para que puedan acometer sus funciones, en condiciones de mercado y según criterios de utilización eficiente de los recursos públicos.

El Banco de España tiene la competencia para la aprobación del plan de reestructuración presentado por la entidad (art. 6.3 RDL 9/2009, sobre el FROB). Además del examen de los aspectos económico-financieros, deberá apreciar si la entidad de crédito o el grupo o subgrupo consolidables presentan deficiencias en la estructura de organización, en los mecanismos de control interno o en los procedimientos administrativos y contables, incluidos los relativos a la gestión y control de los riesgos. En la aprobación del plan, el Banco de España puede incluir las modificaciones o medidas adicionales que considere necesarias para asegurar la superación de las dificultades y la viabilidad de la entidad de crédito. Puede, además, proceder a la aplicación de las medidas disciplinarias que considere oportunas a las personas que ejercieran cargos de administración o de dirección en la entidad.

La intervención del FROB tiene como presupuesto que no sea posible resolver la situación de crisis de la entidad de crédito mediante la aprobación del plan (art. 7.1 RDL 9/2009, sobre el FROB), es decir, en aquellos casos en los que no se presente un plan por la entidad de crédito, no se pueda elaborar por la imposibilidad de encontrar una solución satisfactoria, no se considere viable por el Banco de España el plan presentado, se incumpliera de manera grave por la entidad de crédito el plan que hubiera sido aprobado por el Banco de España o las medidas concretas contempladas en el programa aprobado para el restablecimiento de los recursos propios (art. 75 RD 216/2008 sobre recursos propios de las entidades de crédito).

Con el fin de que el FROB pueda proceder a desempeñar sus funciones, el Banco de España determina la sustitución provisional de los órganos de administración o dirección de la entidad de crédito (art. 7.2 RDL 9/2009 sobre el FROB, que remite al Título III LDIEC) y el nombramiento del FROB como administrador provisional. Desde ese momento, el FROB puede suministrar el apoyo financiero necesario para la continuidad de la actividad de la entidad. En el plazo de un mes, ampliable a seis meses, el FROB ha de elaborar un informe detallado sobre la situación patrimonial y un plan de viabilidad (art. 7.2 RDL 9/2009, sobre el FROB). El examen de la entidad puede dar a conocer irregularidades en la gestión que justifiquen el ejercicio de acciones de responsabilidad o el inicio de expedientes sancionadores o de procesos penales contra los anteriores gestores. El plan puede contener medidas de apoyo financiero para el saneamiento de la entidad de crédito como la concesión de garantías, de préstamos en condiciones favorables, de financiaciones subordinadas, la adquisición de cualquier clase de activos o la suscripción o adquisición de valores representativos de recursos propios. Puede incluir asimismo medidas de gestión para mejorar la organización y los sistemas de procedimiento y control interno de la entidad. La adopción de estas medidas puede servir para facilitar procesos de fusión o absorción por entidades de crédito de reconocida solvencia o la cesión total del negocio o de unidades económicas.

En los supuestos en los que el plan prevea la realización de una modificación estructural, la operación se llevará a cabo mediante sucesión universal. La transmisión singular de los elementos del activo y del pasivo, incluida la transmisión de cada una de las relaciones con impositores y deudores, podría dificultar considerablemente cuando no impedir la realización de la operación de saneamiento. A este respecto hay que tener en cuenta que el ámbito de aplicación de la LME se extiende a las sociedades mercantiles (art. 2.º) y que la regulación autonómica sobre cajas de ahorros (19) no trata esta materia de manera uniforme. La previsión normativa como contenido del plan de modificaciones estructurales amparan estas operaciones cuando se realizan con una finalidad de saneamiento o de integración de acuerdo con lo dispuesto en el RDL 9/2009, sobre el FROB. Se ha procedido, además, a la introducción de una Disposición Adicional en la LME en la que se admiten expresamente estos supuestos con el fin de reforzar la legitimidad de las modificaciones estructurales entre entidades de crédito y la realización de esta clase de operaciones por sucesión universal (DA 3.ª LME introducida por la DF 4.ª Ley 27/2009, de 30 de diciembre, sobre Medidas urgentes para el mantenimiento y el fomento del empleo y la protección de las personas desempleadas). Lo dispuesto en esta norma resulta, sin embargo, insuficiente probablemente para la resolución de las lagunas en la determinación de la regulación del procedimiento corporativo para llevar a cabo la modificación estructural entre entidades de crédito que no tengan la forma de sociedad anónima.

El plan de reestructuración deberá ser aprobado por el Banco de España. Con carácter previo a la aprobación, el Banco de España deberá solicitar un informe al Ministerio de Economía y Hacienda y a los órganos competentes de las Comunidades Autónomas en el que tengan su domicilio las cajas de ahorros y las cooperativas de crédito. Los informes deberán ser emitidos en el plazo de diez días. El FROB deberá

(19) ARAGÓN, M./GARCÍA VILLAVERDE, R./SANTAMARÍA PASTOR, J. A. (1991), pp. 481 y ss.; CAÑABATE, R. (2006).

elaborar además una memoria económica sobre el impacto financiero del plan de reestructuración sobre los fondos aportados con cargo a los Presupuestos Generales del Estado. La memoria económica se habrá de presentar ante el Ministerio de Economía y Hacienda, quien podrá oponerse razonadamente en el plazo de diez días.

La autorización del plan de reestructuración por el Banco de España se extiende a las operaciones de fusión, de escisión o de cesión global, a las eventuales adquisiciones de participaciones significativas o a las modificaciones estatutarias o cualquier otra clase de operación societaria sujeta a autorización que se hubiera contemplado en el plan, salvo las autorizaciones exigidas por la legislación en materia de Derecho de la competencia (art. 8 RLD 9/2002 sobre el FROB).

El FROB tiene asignadas una serie de funciones bastante amplias y cuenta con poderes extraordinarios para que pueda proceder al saneamiento de la entidad de crédito. Se encuentra facultado expresamente para la cesión de los depósitos a otra entidad de crédito con la satisfacción de su importe, sin que sea necesario el consentimiento de sus titulares. Previo informe de la CNMV puede trasladar los valores depositados en la entidad por cuenta de sus clientes a otra entidad habilitada para desarrollar esta actividad. En el caso de que el plan de reestructuración contemple la adquisición de activos de la entidad intervenida, el FROB podrá mantener la gestión o cederla a un tercero o decidir la enajenación mediante procedimientos que aseguren la competencia.

En aquellos supuestos en los que el plan de reestructuración contemple una operación «acordeón», una reducción y un aumento de capital simultáneos en la medida necesaria para proceder al saneamiento de la entidad, la suscripción de acciones o de cuotas participativas por el FROB necesariamente requiere de la supresión del derecho de suscripción preferente. La adopción de los acuerdos dirigidos a restablecer el equilibrio patrimonial y financiero se pueden adoptar con la asistencia del 50% del capital desembolsado en primera convocatoria y del 25% en segunda. El plazo entre la fecha de la convocatoria y la fecha de la celebración de la Junta se reduce a siete días (art. 3.º RDL 4/1980, de 28 de marzo, por el que se dota de personalidad jurídica a los FGD y dicta normas sobre los acuerdos del capital social). El acuerdo de la Junta general no puede llevarse a efecto sin la aprobación expresa de los administradores provisionales designados en la adopción de medida de sustitución (arts. 35 y 36 LDIEC). De este modo se asegura el cumplimiento del plan de reestructuración por los órganos de decisión de la entidad afectada.

Con el objetivo de que el FROB pueda ejercitar los derechos políticos sin ninguna restricción y se encuentre en condiciones de ejercer el control sobre la entidad, se prevé que no sean de aplicación al FROB las limitaciones u obligaciones que tampoco sean aplicables al FGD (art. 7.6 RDL 9/2009 sobre el FROB) y, en concreto, las limitaciones estatutarias a los derechos de asistencia y de voto. En el supuesto de adquisición de cuotas participativas de una caja de ahorros (20), se reconoce al FROB un derecho de representación en la Asamblea general proporcional al porcentaje que representen las cuotas participativas en el patrimonio neto de la Caja (art. 7.8 RDL 9/2009, sobre el FROB). Tampoco tienen vigencia las limitaciones a la tenencia de cuotas participativas (véase, art. 7.º Ley 13/1985), ni a la adquisición al capital social de cooperativas de crédito por parte de personas

(20) ARAGÓN, M./GARCÍA VILLAYERDE, R./SANTAMARÍA PASTOR, J. A. (1991), pp. 407 y ss.; CAÑABATE, R. (2005), pp. 175 y ss.; COLINO, J. L., (2007), pp. 1 y ss.

jurídicas ni a la computabilidad de los recursos propios respecto de los valores que el FROB adquiriera o suscriba.

La última fase del proceso de reestructuración consiste en la desinversión del FROB y en la salida del capital de la entidad intervenida, una vez se haya procedido a su saneamiento. Los activos adquiridos por el FROB deberán ser enajenados por procedimientos que aseguren la competencia. Las condiciones para la adjudicación de las participaciones de la entidad de titularidad del FROB no tienen que venir únicamente referidas al precio, se pueden introducir otros elementos que aseguren la solvencia y las perspectivas de futuro. Una vez se haya procedido a la designación del titular, tiene lugar el reflotamiento definitivo por el adjudicatario. La actuación del FROB también continúa con la tarea de identificación, análisis, valoración, administración, recuperación y liquidación del resto de los activos.

3.2 *El apoyo a los planes de integración*

Con independencia de los procedimientos de reestructuración, se prevé también el apoyo del FROB a planes de integración de entidades de crédito con el objetivo de mejorar las perspectivas futuras, a través de la realización de procesos dirigidos a aumentar la eficiencia, racionalizar la administración y gerencia y redimensionar la capacidad productiva (art. 9 RDL 9/2009 sobre el FROB). El FROB puede adquirir participaciones preferentes convertibles para reforzar los recursos propios de las entidades de crédito participantes en el plan siempre que no se encuentren en una situación de dificultades económicas que hicieran necesario llevar a cabo un procedimiento de reestructuración (conforme al art. 6.º RDL 9/2009, sobre el FROB).

El plan de integración deberá ser elaborado por las entidades de crédito que participen, en él se detallarán las medidas específicas y los compromisos que se asumen para alcanzar aquellos objetivos, así como el plazo y el riesgo de la operación. El plan ha de ser aprobado por el Banco de España. En la autorización también se deberá tener en cuenta la necesidad de evitar que se produzcan distorsiones competitivas. El empleo de medios públicos justifica la intervención del Ministerio de Economía y Hacienda, que se puede oponer en el plazo de diez días desde la presentación por el FROB de la memoria económica de la operación.

Una vez aprobado el plan, las entidades han de proceder a la adopción de los acuerdos necesarios. La emisión de participaciones preferibles convertibles para que sean suscritas por el FROB tiene carácter excepcional. Se requiere que se adopte con exclusión del derecho de suscripción preferente. La emisión debe respetar los principios que establezca la Comisión Europea sobre los términos y las condiciones de emisión. Las participaciones preferentes convertibles tienen la consideración de recursos propios computables. La entidad emisora asume el compromiso de recomprarlas en los términos comprometidos en el plan de integración. Transcurrido el plazo de cinco años desde el desembolso, el FROB podrá imponer la conversión en el plazo de seis meses. El plan de integración puede prever que el Banco de España autorice la conversión anticipada en caso de que considere improbable su cumplimiento. También puede ser objeto de modificación y de ampliación por un periodo de hasta dos años más si lo hiciera aconsejable la evolución de la situación económico-financiera, previa aprobación del Banco de España. El FROB tiene la titularidad de los derechos políticos que se deriven de las participaciones que

adquiera por la conversión, sin que le resulten aplicables ninguna clase de limitaciones (en los términos que se establecen en el art. 9.5 por remisión al art. 7.º RDL 9/2009 sobre el FROB). La desinversión por el FROB se llevará a cabo en virtud de la recompra por la entidad emisora o mediante la enajenación a terceros conforme a procedimientos que aseguren la competencia.

La entidad de crédito designada por el plan de integración remitirá al Banco de España un informe con una periodicidad trimestral en el que se detallará el cumplimiento de las medidas contenidas en el plan aprobado. El Banco de España podrá requerir la observancia de las disposiciones que considere necesarias para hacer efectiva la observancia del plan hasta su término. Cuando por la evolución de los mercados o de la propia entidad resultante de la integración no pudiera llevarse a cabo el proceso de integración y la entidad de crédito se encontrara en situación de dificultades económicas, se habrá de proceder a la solución de la crisis a través del procedimiento de reestructuración ordenada bancaria.

4. La exención de OPA obligatoria

La exención de la obligación de OPA en el supuesto de adquisiciones realizadas por el FGD y de otras instituciones similares se introdujo antes de la LMV de 1988, por el RD 279/1984, de 25 de enero sobre OPA. Se trata de una disposición complementaria del procedimiento de saneamiento de las entidades de crédito que constituye un elemento imprescindible para el desenvolvimiento de la función que cumplen los FGD.

La LMV remitió, en la redacción original de 1988, a la norma que se ocupara del desarrollo reglamentario del régimen de OPAs «*las operaciones exceptuadas de este régimen por consideraciones de interés público*» (art. 60). En relación con los FGD, el RD 1197/1991 incluyó una norma con un contenido similar a la introducida en 1984. La exención de la obligación de presentar una OPA se aplicaba a las adquisiciones realizadas por los FGD, pero formalmente no se preveía la extensión de la exención a las adquisiciones indirectas ni tampoco a las adjudicaciones realizadas por los FGD en el proceso de saneamiento de las entidades afectadas [art. 4.ºa)]. La trascendencia de extender la excepción se hizo patente a raíz del caso Banesto (21), pues el banco intervenido contaba con participaciones significativas en otras sociedades cotizadas. La ampliación de la extensión de la exención se hizo por el RD 437/1994, de 11 de marzo (22). El contenido esencial de la norma

(21) ZURITA, J. (2009), 214-5.

(22) GARCÍA DE ENTERRÍA, J. (1994), pp. 582 y ss.; JIMÉNEZ BLANCO, A. (1994), pp. 1.330 y ss.; SALA I ANDRÉS, A. (2000), pp. 366 y ss. El RD 437/1994, de 11 de marzo, justificó la reforma en la Exposición de Motivos del siguiente modo: «*En primer lugar, extiende la excepción prevista en el artículo 4 del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Valores, excluyendo la obligación de formular oferta pública no sólo en las adquisiciones que realicen los Fondos de Garantía de Depósitos y organismos similares, sino también en las adjudicaciones que, con sujeción a reglas de publicidad y concurrencias, efectúan dichos organismos en el marco de operaciones de saneamiento. Se ha entendido que el interés general en hacer viables las operaciones de saneamiento de entidades en crisis debe prevalecer sobre el interés privado de los accionistas de éstas de extender las obligaciones de adquisición del adjudicatario y obtener de él una eventual “prima de control”, interés privado que debe entenderse cumplidamente satisfecho con el propio restablecimiento de la solvencia de la entidad en crisis. El conflicto de intereses planteado se resuelve, por lo tanto, dando prevalencia al interés general, resultando justificada la exclusión en*

introducida por esta norma reglamentaria se corresponde con el régimen vigente en la actualidad [art. 8.a) RD 1066/2007] (23). Finalmente, el RDL 9/2009 ha extendido la exención a las operaciones de saneamiento en las que participe el FROB. La exención alcanza tanto a los procedimientos de reestructuración como también a los planes de integración (arts. 7.6 y 9.5, que se remite al anterior) (24).

La LMV de 1988 expresaba en la redacción original que el fundamento de la excepción de la obligación de presentar una OPA se encontraba en razones de interés público. Se trataba (25) de una manifestación legislativa hasta cierto punto equívoca, pues tanto la obligación de presentar una OPA como las excepciones encuentran justificación en el interés público. En el Derecho vigente, esta referencia ha desaparecido. El fundamento de la excepción de la obligación de OPA consiste en facilitar el saneamiento de las entidades de crédito que atraviesan una situación de dificultades económicas. Las medidas que se dirigen a reforzar la solvencia de las entidades de crédito constituyen elementos esenciales para el funcionamiento del sistema financiero. La mera cobertura de los depósitos por el FGD es una medida insuficiente en una consideración global de las crisis de las entidades de crédito, pues no evita el riesgo sistémico de la retirada de depósitos. Por esa razón, se prevé la participación del FGD en las operaciones de saneamiento mediante el otorgamiento de préstamos en condiciones favorables y la suscripción de participaciones con el objetivo de dotar a la entidad de los recursos propios suficientes para hacer frente a las pérdidas y resolver la situación de dificultades económicas. Esta vía suele ser también la que tiene un menor coste para el FGD.

La excepción de la obligación de presentar una OPA en los casos en que el FGD (26) adquiera una participación de control resulta inherente al saneamiento

cuanto se estima necesaria para la viabilidad de las operaciones de saneamiento que realicen los organismos citados, si bien en las adquisiciones indirectas ello se module en atención a las circunstancias de cada caso, a juicio de la correspondiente entidad de supervisión».

(23) El artículo 8.a) RD 1066/2007 establece: «a) *Adquisiciones u otras operaciones que, en el cumplimiento de sus funciones, realicen los Fondos de Garantía de Depósitos en Establecimientos Bancarios, Cajas de Ahorro o Cooperativas de Crédito, el Fondo de Garantía de Inversiones, el Consorcio de Compensación de Seguros, y otras instituciones similares legalmente establecidas, así como las adquisiciones consistentes en las adjudicaciones que los citados organismos, con sujeción a las reglas de publicidad y concurrencia de ofertas establecidas en la normativa específica, acuerden en cumplimiento de sus funciones.*

La exclusión se extenderá a las tomas de control indirectas previstas en el artículo 7.1 de este Real Decreto, cualquiera que sea el porcentaje de voto que resulte de las referidas adjudicaciones, cuando a juicio de la entidad de supervisión competente, quien lo comunicará a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, tal exclusión resulte conveniente para garantizar el buen fin y viabilidad financiera de la operación de saneamiento de que se trate, en función del coste de tales tomas de control indirectas.

La exclusión no será aplicable en las posteriores transmisiones u otras operaciones que eventualmente realicen los adjudicatarios de los organismos a que se refiere el párrafo primero de este apartado».

(24) El artículo 7.6 RDL 9/2009 establece: «6. *Las inversiones que realice el Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria en ejecución de un plan de reestructuración no estarán sujetas a las limitaciones u obligaciones legales no aplicables en el caso de ayudas a cargo de los Fondos de Garantía de Depósitos en Entidades de Crédito, incluidas, en todo caso, las siguientes:*

...
e) *la obligación de presentar Oferta Pública de Adquisición con arreglo a la normativa sobre mercados de valores».*

(25) JIMÉNEZ BLANCO, A. (1994), p. 1.329.

(26) ALONSO LEDESMA, C./RODRÍGUEZ MARTÍNEZ/TAPIA, Alberto (2009), p. 252; DE CÁRDENAS, C. (2009), pp. 9 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F. (2009), pp. 192 y ss.; ZURITA, J. (2009), p. 215.

de la entidad de crédito cuando se lleva a cabo por este procedimiento. Los intereses generales que legitiman la intervención del FGD para reflotar la entidad justifican también que no se exija presentar una OPA, aun cuando pudiera suponer un sacrificio para los inversores. La socialización del riesgo de la insolvencia, la solidaridad de las entidades de crédito y, en última instancia, del conjunto de los impositores e inversores, que tienen que soportar un mayor coste de los servicios financieros y una menor rentabilidad como consecuencia de las contribuciones impuestas para la dotación de los FGD, explicarían que se disponga la excepción a la obligación de OPA. En los supuestos de intervención del FROB, la exclusión responde, además, a que el reflotamiento de la entidad o el reforzamiento de los fondos propios se llevan a cabo con apoyo de recursos públicos.

Por otro lado, con independencia de las particularidades del proceso de saneamiento de las entidades de crédito, el valor de la prima de control de una entidad que presenta graves dificultades económicas tenderá a ser negativo, lo que también justifica la excepción a la obligación de una OPA. Una vez saneada la entidad de crédito, los inversores se benefician de que la entidad vuelva a tener resultados positivos y de que se recupere el precio de cotización de los valores emitidos.

La exclusión de la obligación de presentar una OPA se aplica a todos aquellos supuestos en los que los FGD o el FROB en el ejercicio de las funciones que tienen asignadas adquieran la titularidad de una participación significativa en una sociedad cotizada que supere el umbral de control del 30% de los derechos de voto. La adquisición de una participación de control por los FGD o por el FROB normalmente se produce en el marco de una operación de saneamiento de la entidad de crédito, a raíz de una operación acordeón o de un aumento de capital mediante compensación de créditos.

La toma de control de la entidad permite al FGD o al FROB conocer mejor la situación económico-financiera de la entidad de crédito y adoptar las medidas necesarias para proceder al saneamiento. La permanencia en la entidad financiera se prolonga el tiempo imprescindible necesario para llevar a cabo el reflotamiento. El FGD o el FROB han de proceder a la desinversión mediante procedimientos que aseguren la publicidad y la concurrencia. La exención de la obligación de OPA se extiende a la adquisición de las participaciones de los FGD o del FROB por un tercero en ejecución del procedimiento seguido.

Se reconoce la exención igualmente a las tomas de control indirectas, siempre que lo considere conveniente la autoridad supervisora competente para asegurar la viabilidad financiera y la realización de la operación de saneamiento. La decisión se debe comunicar a la CNMV. La finalidad de la exención, facilitar el saneamiento de la entidad financiera, justifica un criterio amplio en la delimitación de las tomas de control indirectas. Se deberá entender incluida la toma de control indirecta de otras sociedades cotizadas integradas en el mismo grupo que la entidad objeto de saneamiento (por ejemplo, una entidad de crédito titular del control de una sociedad cotizada que constituya la corporación industrial de la entidad). Asimismo quedaría amparada por la exención la toma de control indirecta de la entidad de crédito a través una sociedad instrumental, cuando se hubiera recurrido a una estructura de este tipo para proceder al saneamiento de la entidad cotizada. Habría que considerar comprendida también dentro de la exención, cuando así lo estimase oportuno la autoridad supervisora competente, aquellas operaciones de saneamien-

to que consistan en la fusión de la entidad de crédito en dificultades económicas en el caso de que como consecuencia de la fusión se superase por la adjudicación el umbral de control. La misma regla se debiera aplicar a los supuestos de una escisión o de una segregación.

El RDL 9/2009 prevé la posibilidad de que el FROB apoye los planes de integración para mejorar las perspectivas de futuro de las entidades de crédito integradas en el plan, mediante la aportación de fondos a cambio de participaciones preferentes convertibles para dotar de los recursos propios necesarios para llevar a cabo la operación. La exención de OPA se prevé expresamente en el caso de que se supere el umbral de control por el FROB como consecuencia de la conversión de las participaciones preferentes. Se encontraría cubierta también por la exención la adquisición de una participación de control por el tercero que se adjudique las participaciones del FROB en el momento de la desinversión. La exclusión de la obligación de presentar una OPA se deberá entender aplicable asimismo a las adquisiciones de participaciones de control como consecuencia de la fusión o de la reestructuración empresarial que se adopte en virtud de los planes de integración por los sujetos que participen en la operación.

B. LA EXENCIÓN DE OPA OBLIGATORIA A FAVOR DEL CONSORCIO DE COMPENSACIÓN DE SEGUROS Y DEL FOGAIN O DE OTRAS ENTIDADES SIMILARES

1. Consideraciones generales

Las técnicas que se emplean para reforzar la solvencia de las entidades de crédito, de las entidades de seguros y de las empresas de servicios de la inversión presentan paralelismos. Se trata de actividades que afectan de manera trascendental a los intereses generales de la economía por la dimensión que requieren y por la significación decisiva que presentan para el conjunto de la vida económica. La intervención de las autoridades regulatorias con funciones de control y vigilancia se justifica en la necesidad de asegurar la consistencia patrimonial y financiera y la actuación correcta de las entidades que se dedican a estas actividades con el objetivo de propiciar el normal funcionamiento del sistema.

La creación de una entidad o la apertura de un establecimiento con estos objetos exige de la previa autorización como forma de garantizar el cumplimiento de los requisitos económicos, organizativos y personales que se establecen como presupuesto para dedicarse a esta clase de actividades. Los recursos propios con que debe contar una entidad se determinan en función del objetivo de asegurar la cobertura de los riesgos inherentes a la actividad que desarrolla. Los riesgos asociados a las diferentes operaciones que realizan las entidades se identifican de manera detallada. En función de cada uno de los riesgos se establece el nivel de recursos propios que se necesitan para alcanzar una cobertura suficiente. Los procesos de gestión, de organización y de información de la entidad se configuran de modo que se pueda lograr un correcto funcionamiento en la realización de las diferentes actividades. Las entidades tienen la obligación de configurar sistemas de información, de autocontrol y de verificación, así como el deber de auditoría externa, con el fin

de que puedan detectar y analizar las dificultades que puedan surgir y adoptar las medidas oportunas para resolverlas.

Las autoridades regulatorias tienen la competencia de control y vigilancia de la actividad de las entidades para asegurar la observancia de los requisitos de solvencia y de las demás medidas que se dirigen a que la actividad se desarrolle de manera adecuada. Las entidades han de proporcionar a las autoridades regulatorias la información que se tipifica normativamente de manera periódica y en determinadas circunstancias. Se reconoce a las autoridades regulatorias facultades inquisitivas y de inspección para que puedan vigilar el cumplimiento de los deberes impuestos a estas entidades. La autoridad regulatoria puede requerir la adopción de medidas o de planes dirigidos a la resolución de las dificultades que se presenten. La actuación de la autoridad regulatoria se refuerza con la atribución de poderes coercitivos y sancionatorios.

Se prevén, asimismo, mecanismos dirigidos a reforzar la solvencia y a resolver la situación de dificultades económicas mediante planes de saneamiento y procedimientos paraconcursoales. Las autoridades regulatorias tienen competencia para proceder a la intervención o a la sustitución de los cargos en la entidad si lo estiman necesario. La adquisición del control de la entidad permite conocer el alcance, las causas de la crisis y determinar la mejor forma de resolverla. Asimismo, hace posible el descubrimiento de las eventualidades e irregularidades que se hubieran podido cometer por los administradores y directivos e iniciar las correspondientes acciones de responsabilidad. Una vez analizada la situación, se procede a la elaboración de planes de refinanciación o de reestructuración que faciliten la continuidad de todo o parte de la actividad en la medida de lo posible, el salvamento de los activos viables y/o la asunción o liquidación de los activos tóxicos. La posición de los asegurados y de los inversores se garantiza mediante la configuración de instrumentos específicos.

La exención de la obligación de presentar una OPA en los supuestos de intervención del Consorcio de Compensación de Seguros o de los Fondos de Garantía de Inversiones o de otras instituciones similares, responde a las mismas razones que las que justifican la excepción en el supuesto del FGD o al FROB. Los intereses generales que legitiman la intervención de estas instituciones con el fin de lograr el saneamiento de la entidad también sirven de fundamento para que no se exija la presentación de una OPA, aun cuando esto pudiera suponer un sacrificio para los inversores. El ámbito de vigencia de la excepción también se corresponde con el previsto en el supuesto de los FGD o el FROB: cualquier supuesto de adquisición de una participación de control directo o indirecto en una sociedad cotizada en el ejercicio de sus funciones así como la adquisición por un tercero en el marco del procedimiento de adjudicación llevado a cabo para proceder a la desinversión.

La extensión de la exención de la obligación de presentar una OPA a otras instituciones similares legalmente establecidas al FGD, al Consorcio de Compensación de Seguros o al FOGAIN, pretende dar cobertura a las operaciones que se puedan llevar a cabo que impliquen la adquisición de una participación de control en una sociedad cotizada en procesos de saneamiento con el amparo de autoridades regulatorias. Esta remisión haría innecesaria la reforma de la normativa de OPAs para el supuesto de que se desarrollen otros instrumentos distintos de los actuales para llevar a cabo operaciones de saneamiento en relación con las sociedades coti-

zadas. Para evitar incertidumbres, se debería prever en cada caso una remisión a la aplicación de esta excepción en el marco de la regulación de la actuación de estas instituciones, como se ha hecho en la ordenación del FROB.

2. El Consorcio de Compensación de Seguros

En el supuesto de las entidades de seguros, la autoridad que tiene asignada la competencia para el control y la vigilancia es la Dirección General de Seguros. La función de intervención en el saneamiento de las entidades de seguros corresponde al Consorcio de Compensación de seguros (la Ley 44/2002 dispuso que el Consorcio de Compensación de Seguros asumiera las funciones de la CLEA, la Comisión Liquidadora de las Entidades Aseguradoras).

La creación de entidades de seguros está sujeta a autorización por parte del Ministerio de Economía de Hacienda y deberá cumplir con los requisitos que se establecen en relación con el capital mínimo y los fondos propios exigidos, el funcionamiento de la organización y la honorabilidad y la profesionalidad de los administradores y directivos (art. 5.º Real Decreto Legislativo 6/2004, de 29 de octubre, por el que se aprueba el Texto Refundido de la Ley de Ordenación de los Seguros Privados). Las medidas para reforzar la solvencia de las entidades de seguros tienen un tratamiento específico que se apoya, fundamentalmente, en el régimen de las provisiones técnicas (art. 16 LOSP). En caso de crisis, la forma normal de resolver las situaciones de dificultades económicas de las entidades de seguros consiste en proceder a su liquidación (arts. 27 y ss. LOSP). El Ministerio de Economía y Hacienda, a través de la Dirección General de Seguros, tiene atribuidos importantes poderes para asegurar que se procede a la liquidación de la entidad de la manera más adecuada para los intereses generales presentes en la actividad aseguradora llevada a cabo por la entidad en crisis como la intervención de la liquidación, el nombramiento de liquidadores, la designación del Consorcio de Compensación de Seguros como liquidador, la cesión general o parcial de la cartera de contratos de seguros o la declaración del vencimiento anticipado de los contratos de seguros (art. 28.2 LOSP). La solución de la situación de dificultades económicas de las entidades de seguros más normal suele consistir en la cesión de la cartera de contratos de seguros de manera general o parcial a una entidad de seguros saneada y en la liquidación ordenada del resto del patrimonio de la entidad de acuerdo con el plan de liquidación aprobado. En el caso de que en el proceso de liquidación se aprecien irregularidades en la gestión, se iniciarán las correspondientes acciones de responsabilidad y, en su caso, los procedimientos sancionadores oportunos.

En principio, en las entidades de seguros no se plantean riesgos sistémicos similares a los que se dan en las entidades de crédito. No se suscita un problema de pérdida de confianza en el sistema que pueda llevar a una retirada masiva de los depósitos, como sucede en relación con las crisis de las entidades de crédito. En el saneamiento de la entidad de seguros tampoco hay un interés en garantizar la subsistencia y la solvencia de la entidad durante el proceso de saneamiento. La función del Consorcio de Compensación de Seguros consiste en la liquidación de la entidad, pero no suscribe, por regla general, aumentos de capital con el fin de dotar a la entidad de seguros de los recursos propios necesarios para continuar con la activi-

dad aseguradora. Los intereses de los asegurados se protegen por la vía de la cesión de la cartera de los contratos de seguros o a través de medidas como el vencimiento anticipado de los contratos de seguro.

La extensión de la excepción de la obligación de la presentación de una OPA a favor del Consorcio de Compensación de Seguros parece cumplir, sobre todo, una función de salvaguarda, trata de cubrir ese supuesto para el caso de que se llegara a dar. En la práctica no tiene de hecho una efectividad material, pues, como se acaba de poner de manifiesto, el Consorcio de Compensación de Seguros no adquiere ordinariamente participaciones de control en las entidades de seguros en el marco del desenvolvimiento de sus funciones.

3. EL FOGAIN

Como las entidades de crédito o las entidades de seguros, también la creación de las empresas de servicios de la inversión está sujeta a autorización por parte del Ministerio de Economía y Hacienda (art. 66 LMV). Se encuentran sometidas al control y a la vigilancia de la CNMV. Con el fin de reforzar la solvencia se prevén una serie de medidas que se dirigen a garantizar que las empresas de servicios de la inversión cuentan con los recursos propios necesarios para cubrir los riesgos inherentes a la actividad que desarrollan en función de las diferentes operaciones (art. 70 LMV). Deben observar además los procedimientos de gestión, de organización, de información, de autocontrol y de verificación interna para asegurar el correcto funcionamiento de la entidad. Para facilitar el control por parte de la CNMV se tipifican una serie de deberes informativos que han de cumplir las empresas de servicios de la inversión (art. 70 bis LMV). En el caso de que no se alcancen los requisitos relativos a los recursos propios habrán de adoptar las medidas y los planes necesarios de conformidad con la CNMV para restablecer la situación de cobertura. La CNMV, junto con el Ministerio de Economía y Hacienda, tiene atribuidos importantes poderes para asegurar que se procede a la liquidación de la entidad de la manera más adecuada para los intereses generales presentes en la actividad de la empresa de servicios de la inversión, incluida la adopción de medidas de intervención y de sustitución (art. 74 LMV).

La función del FOGAIN (27) consiste en garantizar las inversiones hasta el límite previsto normativamente (art. 77 LMV). A diferencia del FGD, el FOGAIN (28) no tiene atribuidas funciones dirigidas a reforzar la solvencia y proceder al saneamiento de las empresas de servicios de la inversión. La solución más normal de las situaciones de insolvencia consiste en la liquidación o el concurso de la entidad. En relación con las crisis de las empresas de servicios de la inversión no se da un riesgo en la confianza del sistema similar al de las crisis de las entidades de crédito. Los intereses de los inversores se tutelan con la garantía proporcionada por el FOGAIN. Como se puede apreciar, por tanto, la aplicación de la exclusión al FOGAIN responde a la misma finalidad que en el supuesto del Consorcio de Compensación de Seguros, la de impedir que resulte necesaria la presentación de una OPA en el supuesto de que el FOGAIN llegara a adquirir una

(27) Sobre la configuración del FOGAIN se mostró especialmente crítico el prof. SÁNCHEZ ANDRÉS, A.; (2008¹), pp. 1.019 y ss.; (2008²), pp. 1.035 y ss.; (2008³), pp. 1.057 y ss.

(28) SÁNCHEZ ANDRÉS, A.; (2008¹), p. 1.022.

participación de control en una sociedad cotizada en el ejercicio de sus funciones, lo que, en la práctica, tampoco tiene una trascendencia verdaderamente efectiva, puesto que el FOGAIN no procede ordinariamente de este modo en el marco de las actividades que realiza.

III. LA EXENCIÓN DE OPA OBLIGATORIA DE LAS OPERACIONES QUE AFECTEN A SOCIEDADES COTIZADAS CON DIFICULTADES ECONÓMICAS

A. ANTECEDENTES

La exención de la obligación de presentar una OPA en los supuestos de adquisición de una participación de control en determinadas operaciones realizadas con una finalidad de saneamiento de una sociedad cotizada⁽²⁹⁾ fue introducida por la reforma realizada por el RD 432/2003 por el que se modifica el RD 1197/1991, sobre OPAs, en el artículo 4.e)⁽³⁰⁾.

El ámbito de la exclusión resultaba bastante estricto. Únicamente se aplicaba la exención si se cumplían tres requisitos: en primer lugar, la sociedad cotizada debía haberse declarado formalmente en concurso; en segundo lugar, la participación de control se tenía que haber alcanzado en virtud de un convenio concursal y, por último, se tenía que haber adquirido como consecuencia de la conversión o capitalización de créditos en acciones. La excepción se aplicaba exclusivamente al titular originario del crédito.

La Directiva sobre OPAs no contempla expresamente una excepción a la obligación de presentar una OPA cuando una sociedad haya superado el umbral de control. Esta excepción ha sido incluida, en cambio, por las legislaciones nacionales⁽³¹⁾ también después de la adaptación a la directiva comunitaria. La norma europea únicamente prevé la posibilidad de autorizar a las autoridades supervisoras a modificar el precio de la oferta con el fin de permitir el saneamiento de una empresa en crisis (art. 5.4)⁽³²⁾.

(29) La presentación de una OPA en el marco de una operación de saneamiento de una sociedad cotizada se planteó en el caso de Fosforera, S.A. Inmocaral (antiguo Grupo Fosforera, S.A.). El Grupo Fosforera, S.A. presentó la solicitud de suspensión de pagos en junio de 1997. El convenio que puso fin al procedimiento consistió en la conversión en acciones de los créditos de los acreedores ordinarios mediante una operación de aumento de capital por la que pasaron a ser los titulares del 86,71% del capital social. Ninguno de los acreedores convertidos en accionistas adquirió una participación de control ni tampoco se celebró un pacto parasocial entre ellos. Los acreedores convertidos en accionistas se comprometieron a aceptar la OPA de Sandobella Holding BV y a no formular reclamaciones frente a Fosforera. Por esa vía, los acreedores obtuvieron, finalmente, una satisfacción parcial de sus créditos. La OPA se presentó el 25 de julio de 2001. PALÁ, R. (2006), pp. 275 y ss.

(30) El artículo 4, e) establece: «e) *Aquellos en los que un sujeto adquiriera una participación significativa como consecuencia de la conversión o capitalización de créditos en acciones por efecto de un convenio alcanzado dentro de un procedimiento concursal, siempre que el titular de dichos créditos sea el titular originario, y no por cesión de éstos*».

(31) Así en Derecho alemán, § 9.1, núm. 3 y 4 WpÜG- AngebotsVO que desarrolla el § 37 WpÜG, o en Derecho inglés, Notes on dispensations from rule 9 The Takeover Code.

(32) La Directiva sigue en este punto la recomendación de flexibilizar el régimen del precio equitativo del *Report of the high level group of Company law experts on issues related to Takeover bids* del 2002.

La regulación española vigente ha ampliado de manera considerable esta excepción, pero mantiene el criterio de delimitar un supuesto típico, el de la capitalización o conversión de créditos, en el contexto de las operaciones que tienen como finalidad resolver las situaciones de insolvencia de una sociedad cotizada que conlleven la adquisición de una participación significativa [art. 8.º *d*) RD 1066/2007] (33).

La norma reglamentaria vigente opta por una técnica de cláusula general en la delimitación del supuesto de hecho normativo que determina la excepción de la obligación de presentar una OPA. En correspondencia con la ampliación del supuesto de hecho y con la técnica de cláusula general, se establece la sujeción de la exclusión a la previa autorización de la CNMV (34), a diferencia del régimen anterior en el que la excepción era más estricta y también operaba de manera automática.

B. EL FUNDAMENTO DE LA EXENCIÓN

El fundamento de la exención (35) consiste en facilitar los procesos de saneamiento de las sociedades cotizadas en dificultades económicas mediante la capitalización o la conversión de los créditos en acciones. La finalidad de la norma es la protección de los inversores y, también, la confianza institucional en el mercado, así como el interés general en la mejor solución de las crisis económicas de las empresas.

La exención de la obligación de presentar una OPA se encuentra en conexión con la competencia de la CNMV para pronunciarse sobre el precio equitativo en los supuestos en los que la sociedad objeto de una OPA atravesase graves dificultades económicas [art. 9.º 4, f) RD 1066/2007, sobre OPA] (36). El saneamiento de la sociedad cotizada mediante una reestructuración suele ser la solución menos costosa y la más beneficiosa, también para los inversores. La realización de la operación sin tener que presentar una OPA favorece la salida de la crisis porque implica un menor coste. Las dificultades económicas que atraviesa la sociedad suponen que el valor razonable de las acciones ordinariamente sea negativo. Una vez saneada la sociedad cotizada, aumentará el valor de las acciones y los inversores podrán recuperar la inversión.

(33) El artículo 8.º *d*) RD 1066/2007 establece: «*d*) Adquisiciones u otras operaciones procedentes de la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas cuya viabilidad financiera esté en peligro grave e inminente, aunque no esté en concurso, siempre que se trate de operaciones concebidas para garantizar la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad.»

Corresponderá a la Comisión Nacional del Mercado de Valores acordar, en un plazo no superior a quince días a contar desde la presentación de la correspondiente solicitud por cualquier persona interesada, que no resulta exigible una oferta pública».

(34) Crítico, ZURITA, J. (2009), p. 219, quien considera que hubiera sido preferible una técnica mixta de supuestos tasados que operaría de manera automática y de cláusula general, sujeta al control de la CNMV.

(35) ALONSO LEDESMA, C./RODRÍGUEZ MARTÍNEZ/TAPIA, Alberto (2009), p. 256; DE CÁRDENAS, Carlos (2009), p. 20; SÁNCHEZ CALERO, F. (2009), p. 196.

(36) MADRID, A. (2009), p. 406.

La excepción prevista en el Derecho español, a diferencia de lo que sucede en otros ordenamientos como el Derecho alemán (37) o el Derecho inglés (38) no alcanza a cualquier operación de saneamiento, se aplica únicamente a las que queden comprendidas en la delimitación del supuesto de hecho de la norma reglamentaria, aquellas operaciones que tengan por objeto la reducción del pasivo mediante la capitalización o la conversión de créditos en acciones.

C. EL ÁMBITO DE APLICACIÓN DE LA EXENCIÓN

La delimitación normativa del supuesto de hecho se determina por una serie de notas: la sociedad cotizada se ha de encontrar en una situación de graves dificultades económicas, la operación de saneamiento ha de consistir en la capitalización de créditos, la operación ha de permitir la recuperación financiera a largo plazo de la sociedad. La interpretación de la cláusula general se debe hacer de manera flexible en consideración de la finalidad pretendida. Resulta inevitable reconocer a la CNMV un margen de discrecionalidad relativamente amplio (39) en la apreciación del supuesto de hecho. La actuación de la CNMV en el ejercicio de sus competencias habrá de apoyarse en los criterios de ordenación del mercado de control de las sociedades cotizadas a partir de lo establecido en el régimen de las OPAs.

1. **La situación de dificultades económicas de la sociedad cotizada: grave peligro para la viabilidad financiera**

En primer lugar, la sociedad se ha de encontrar en una situación de graves dificultades económicas que hagan que la viabilidad financiera se encuentre en peligro grave e inminente. La excepción se aplica indudablemente a aquellos supuestos en los que la sociedad cotizada haya sido declarada en concurso. El adquirente de una participación de control en virtud de un convenio que consista en la capitalización de créditos quedaría amparado por la excepción y no quedaría obligado a presentar una OPA. Estos supuestos ya se encontraban cubiertos por la regulación del 2003.

También quedarían incluidos en el ámbito de la excepción los acuerdos de refinanciación regulados en la DA 4.^a LC introducidos por el RDL 3/2009 sobre Medidas urgentes en materia tributaria, financiera y concursal. El contenido de estos acuerdos puede consistir en la conversión de créditos en acciones, si bien, en la práctica, esta solución no suele ser la más habitual, pues normalmente tienen por objeto una ampliación del crédito acompañada del otorgamiento de nuevas garantías junto con una reducción del pasivo mediante la entrega de determinados acti-

(37) § 9.1, núm. 3 y 4 WpÜG- AngebotsVO que desarrolla el § 37 WpÜG establecen una exención para las operaciones que se dirijan al saneamiento o al aseguramiento del cumplimiento de los créditos de la sociedad cotizada en la que se adquiriera una participación de control. NOACK, U. (2004), § 37 WpÜG, parágrafo, 5, quien señala que basta para la aplicación de la excepción con que el informe de auditoría constata la existencia de graves riesgos para la viabilidad de la sociedad cotizada y que la medida de saneamiento propuesta sea idónea; VERSTEEGEN, P. (2003), Anh. § 37, § 9 WpüG - AngebotsVO, parágrafos, pp. 12 y ss.

(38) Notes on dispensations from rule 9 The Takeover Code. DAVIES, P./GOWER, L. C. B. (2008), p. 1.020.

(39) DAVIES, P./GOWER, L. C. B., p. 1.019.

vos a los acreedores, ordinariamente financieros, o a sociedades instrumentales creadas por las entidades de crédito.

El concepto de los supuestos comprendidos en la exclusión de OPA resulta más amplio que el de la insolvencia definitiva o inminente que constituye el presupuesto objetivo para la declaración del concurso (art. 2.º LC). No es necesario para que se aplique la excepción que la sociedad cotizada se encuentre en una situación de impotencia patrimonial que impida el cumplimiento puntual y regular de las obligaciones, es suficiente con que haya un riesgo grave e inminente que amenace la viabilidad financiera.

Como el concepto de insolvencia, el de grave e inminente peligro para la viabilidad financiera es un concepto jurídico indeterminado. La concreción (40) del supuesto de hecho se debe hacer en función de los fines implicados en la excepción. La amenaza para la viabilidad financiera debe ser de tal entidad que la solución de la operación de saneamiento suponga el menor coste para la recuperación a largo plazo de la entidad. En estos supuestos (41) no sólo están presentes los intereses de los inversores, también hay que atender a los demás intereses afectados en la solución de la crisis de la sociedad cotizada, como los de los trabajadores o, incluso, los intereses generales. La imposición de una obligación de OPA se puede decir que pierde su razón de ser cuando el valor razonable de las acciones fuera negativo. Pero también parece que pueda estar amparada la aplicación de la excepción en aquellas situaciones de amenaza grave e inminente para la viabilidad financiera que justifiquen la operación de saneamiento para asegurar la recuperación financiera a largo plazo con independencia del valor actual de las acciones. El reconocimiento de la existencia de graves riesgos para la situación financiera de la sociedad cotizada en el informe de auditoría (art. 209 LSA) (42) debiera ser suficiente para considerar que la sociedad se encuentra en una situación de grave e inminente peligro para la viabilidad financiera.

2. La operación de saneamiento: la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas

La segunda nota se refiere a la operación de saneamiento. La norma reglamentaria excluye de la obligación de OPA aquellas operaciones que consistan en «*la conversión o capitalización de créditos en acciones de sociedades cotizadas*». A diferencia de lo dispuesto en la regulación del 2003, la exención no se restringe al titular originario de los créditos.

La tipología de operaciones que pueden quedar incluidas en el ámbito de la norma es bastante heterogénea. Uno de los supuestos más típicos puede consistir en la suscripción de un aumento de capital mediante compensación de créditos por un acreedor o por los acreedores principales que implique un cambio de control de la sociedad cotizada. De este modo, se incrementan los fondos propios al tiempo que se reduce el pasivo lo que puede permitir a la sociedad el restablecimiento del equilibrio financiero.

(40) VERSTEEGEN, P. (2003), considera que se debe seguir un criterio de interpretación amplio (Anh. § 37, § 9 WpüG - AngebotsVO, parágrafo, 14).

(41) DAVIES, P./GOWER, L. C. B. (2008), 1020; VERSTEEGEN, P. (2003), *ibidem*.

(42) NOACK, U. (2004), § 37 WpÜG, parágrafo 5.

La exención también comprende la adquisición de una participación de control por la conversión de créditos en acciones en los supuestos de ejecución de garantías sobre acciones o de daciones en pago (en virtud de lo dispuesto en el art. 11 RDL 5/2005, sobre reformas urgentes para el impulso de la productividad y para la mejora de la contratación pública, o por otras vías). Una operación de saneamiento que incluya esta clase de medidas se puede plantear en conexión con financiaciones apalancadas, con la refinanciación de un grupo, etc.

Al no exigirse por la normativa vigente que el titular del crédito sea necesariamente el titular originario, la excepción también puede acoger los supuestos en los que se proceda a la previa cesión del crédito antes de su conversión en acciones. De esta forma, las operaciones de saneamiento que pueden encontrar cabida en la excepción se amplían considerablemente. Casi cualquier operación de saneamiento en la que se adquiera el control mediante una reducción del pasivo por la capitalización de créditos podría estar cubierta por la exención de la obligación de presentar una OPA. Quedan comprendidas las operaciones de reflatamiento consistentes en la capitalización de los créditos después de la cesión a un acreedor o a uno de los socios. También podría estar incluido el supuesto de creación de una sociedad instrumental a la que se cedieran los créditos antes de proceder a la conversión en acciones. Habría que considerar admitida la cesión de los créditos de los acreedores financieros a un competidor o a otras entidades interesadas en la actividad empresarial desarrollada por la sociedad cotizada en crisis. Incluso podría reconocerse la exención en el caso de una operación de saneamiento que determinara la adquisición de una participación de control como consecuencia de la fusión o de otra modificación estructural de una sociedad cotizada con dificultades económicas con la sociedad a la que se hubieran cedido los créditos.

En cambio, no parece posible que se pueda entender amparada por esta exención aquellas operaciones de saneamiento que impliquen la adquisición de una participación de control cuando no haya tenido lugar una reducción del pasivo mediante la capitalización de créditos. Sería el supuesto, por ejemplo, de la fusión de la sociedad cotizada con dificultades económicas con una sociedad saneada.

En el caso de que participen en la conversión de créditos en acciones diferentes acreedores, no se desencadena la obligación de OPA ni se hace necesaria la aplicación de la exención, salvo que alguno de ellos supere el umbral de control o se celebre un pacto parasocial entre los que resulten titulares de participaciones que lo superen conjuntamente. Del mero hecho de que el conjunto de los acreedores que hayan participado en la operación de saneamiento mediante capitalización de créditos supere la participación de control no cabe deducir una acción concertada. Tampoco se puede inferir del hecho de que hayan nombrado a la mayoría de los miembros del Consejo de administración de la sociedad cotizada. Normalmente el interés común de los nuevos accionistas será el saneamiento de la sociedad cotizada con el fin de recuperar el importe del crédito mediante la transmisión de las acciones o por otras vías. Este interés común también coincide con el interés social. En la consecución de este objetivo, todos ellos actuarán de acuerdo con su propio interés lo que normalmente conduce a que actúen de forma autónoma, no de manera concertada (43).

(43) En la práctica, en las operaciones de saneamiento mediante la conversión de créditos en acciones que se han producido hasta la fecha, las entidades de crédito no han alcanzado singularmente una participación de control ni han actuado concertadamente ni tampoco han suscrito un pacto paraso-

La exclusión de la obligación de OPA en este supuesto no se extiende a los que pretendan adquirir el control de aquellos que se han beneficiado de la exención por la conversión de los créditos en acciones (44). La extensión de la exclusión en conexión con las operaciones de saneamiento ordinarias (45) es más restrictivo que en las operaciones de saneamiento en el que interviene el FGD, el FROB, el Consorcio de Compensación de Seguros o el FOGAIN. Por un lado, no se aplica a cualquier operación de saneamiento, sino únicamente a los supuestos en los que se realiza una reducción del pasivo mediante la capitalización de créditos o la conversión de créditos en acciones. Por otro lado, no se extiende al adquirente del control del que participó en la operación de saneamiento. La mayor intensidad de los intereses generales presentes en el saneamiento de las entidades sujetas al control y vigilancia de las autoridades regulatorias y la aportación de fondos públicos en el caso del FROB justifican esta diferencia de régimen.

3. La recuperación financiera de la entidad a largo plazo

Se requiere, finalmente, para que se aplique la exención de la obligación de presentar una OPA que la operación de saneamiento haga posible la recuperación financiera de la entidad a largo plazo. Toda operación que conlleve una reducción del pasivo y un reforzamiento de los fondos propios contribuye al reequilibrio financiero de la entidad, sin embargo, esto no supone que se resuelvan las dificultades y que permita la recuperación financiera a largo plazo. La mera ejecución de garantías o las daciones en pago producen el efecto de la reducción del pasivo pero no contribuyen necesariamente al fortalecimiento financiero de la entidad. La operación debe contener compromisos financieros o de otra clase que hagan posible de

cial que supere el umbral de control o que tenga por objeto el control de la entidad. En el caso de Colonial el 25 de abril de 2008 se suscribió un pacto parasocial por las entidades financieras que se habían convertido en accionistas: el Banco Popular, La Caixa, Bancaja, Caixanova, Banco Pastor y Caja Duero, al que posteriormente se adhirió Caixa Galicia. Los accionistas sindicados representan el 24,90% del capital social. Posteriormente, el 15 de septiembre de 2008, se dieron de baja el Banco Popular y La Caixa, una vez hubo terminado el proceso de refinanciación de la deuda (hechos relevantes núm. 97599 y 98259 <http://www.cnmv.es/Portal/hr/verDoc.axd?t={ae8758c6-230a-4476-b7db-cf21a5bc76b4}> y <http://www.cnmv.es/Portal/hr/verDoc.axd?t={8adb664d-5bc5-4c94-9c65-dd665c577cc3}>).

El supuesto de Metrovacesa resulta más singular. Los accionistas de control llegaron a un acuerdo de dación en pago con las principales entidades acreedoras: Banco Español de Crédito, S.A., Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A., Banco de Santander, S.A., Banco de Sabadell, S.A., Banco Popular, S.A. y Caja de Ahorros y Monte de Piedad de Madrid. En virtud de esta operación, las entidades financieras han pasado a ser titulares conjuntamente del 54'90% del capital social de Metrovacesa. Se establece asimismo una cesión del derecho de voto de los accionistas de control a las entidades financieras en las condiciones que se estipulan hasta que cada una de ellas alcance el porcentaje que se establece, inferior al umbral de control. No se incluye en el pacto parasocial ninguna cláusula relativa al ejercicio del derecho de voto por las distintas entidades participantes ni sobre el control de la entidad. Como no se establece un control conjunto, ni ninguna de las entidades singularmente supera el umbral de control con los derechos de voto de los que es titular sumados a los que recibe por delegación de los accionistas de control, no parece surgir la obligación de OPA y en consecuencia tampoco se plantea la aplicación de la exención (hecho relevante núm. 105748, <http://www.cnmv.es/Portal/hr/verDoc.axd?t={0c11ca1f-9375-4379-9df3-c64d95980d45}>).

(44) Un supuesto como el del Grupo Fosforera, S.A. Inmocaral estaría también sujeto en el Derecho vigente a la presentación de una OPA.

(45) Sobre una comparación sobre la solución de los concursos en las sociedades y en las entidades de crédito, BLISS, R. R./KAUFMAN, G. (2006).

forma razonable resolver las dificultades económicas y proceder a restablecer de manera duradera y consistente la solvencia financiera de la entidad.

A diferencia de los acuerdos de refinanciación establecidos en la DA 4.ª LC, no se exige formalmente la elaboración de un plan de saneamiento específico ni la intervención de auditores de cuentas. En la medida en que la exención se encuentra sujeta a la autorización de la CNMV, la solicitud deberá presentarse acompañada de la información necesaria que acredite la consistencia y la viabilidad de la operación para la recuperación financiera de la entidad a largo plazo.

IV. LA SUJECCIÓN A AUTORIZACIÓN POR PARTE DE LA CNMV

El reconocimiento de la exención se encuentra sometido a la autorización de la CNMV. La resolución se debe adoptar en atención a los intereses de los inversores y a los del mercado de valores. Se ha de tener en cuenta, además, que el fundamento de la exención es más amplio y atiende también a los intereses afectados por la situación de dificultades económicas y por la operación de saneamiento. En el procedimiento de exención se echa en falta una mayor concreción de los poderes de la autoridad regulatoria en la concesión de la autorización y sobre la manera de desenvolverse, pues el examen de este supuesto de exención presenta una considerable complejidad y se hace necesario que la decisión de la CNMV se pueda objetivar, en la medida de lo posible, y justificar razonadamente.

El pronunciamiento de la CNMV puede ser solicitado por el adquirente de la participación de control o por cualquier interesado. No se ha previsto la manera de resolver el conflicto en caso de que se inicie por un inversor un procedimiento judicial para reclamar el cumplimiento de la obligación de presentar una OPA y el adquirente de la participación de control solicite la autorización de la exención ante la CNMV.

En el marco del procedimiento de autorización, la CNMV puede requerir la información que considere oportuna para dictar la resolución sobre la situación de la sociedad, la operación y el plan para lograr la recuperación financiera. Hubiera sido conveniente que se hubiera previsto la presentación de un informe por los auditores de la sociedad cotizada que se pronunciara sobre la situación de dificultades económicas y sobre la viabilidad de la operación de saneamiento. La CNMV carece, evidentemente, de facultades de inspección como los que tienen asignadas las autoridades regulatorias respecto de las entidades sujetas a su control y vigilancia.

El examen de la CNMV deberá apreciar la situación de dificultades económicas de la sociedad cotizada y las causas, las características de la operación de saneamiento y la viabilidad de la operación para lograr la recuperación financiera de la entidad a largo plazo. El análisis de estos aspectos se hace únicamente a los efectos de determinar si procede o no la concesión de la autorización. La exención de la obligación de presentar una OPA guarda relación con la competencia de la CNMV para requerir la modificación del precio cuando la sociedad cotizada se encuentre en una situación de dificultades económicas. En caso de crisis de la entidad, los criterios de valoración como el valor liquidativo o el teórico contable normalmente presentan una mayor relevancia que el valor de cotización o el de la

contraprestación ofrecida (art. 10.5 RD 1066/2007) (46). La autorización de la exención de la obligación de presentar una OPA cuando se supera el umbral de control puede estar justificada en aquellos supuestos en los que el valor de las acciones de la sociedad fuera negativo para los inversores y la operación de saneamiento resultara más beneficiosa para sus intereses. Sin embargo, no se requiere que la decisión de la CNMV para resolver sobre la concesión de la exención se deba basar necesariamente sobre criterios de valoración de las acciones ni resulta tampoco presupuesto necesario para la autorización que se proceda a la valoración de la sociedad cotizada.

La norma reconoce a la CNMV un margen de discrecionalidad relativamente amplio (47) en la concesión de la autorización a la exención con el fin de que se puedan atender también otros intereses legítimos presentes en esta clase de supuestos en una valoración global de la operación. La CNMV no se ha de pronunciar sobre la viabilidad de la operación para lograr el saneamiento de la sociedad cotizada; tampoco está sometido a su aprobación, como es evidente, el plan que se vaya a seguir para alcanzar este objetivo ni las medidas que se vayan a tomar. La resolución de la CNMV tiene únicamente como objeto la concesión o el rechazo de la autorización de la exención a la presentación de una OPA obligatoria por haberse adquirido una participación que supera el umbral de control.

Junto con el reconocimiento de la exención, la CNMV puede exigir la publicación de la información que estime oportuna por parte de la sociedad cotizada con el objetivo de dar a conocer al mercado los objetivos y el alcance de la operación desde una perspectiva económica y jurídica.

V. CONSIDERACIONES FINALES

La exención de OPA obligatoria de determinadas operaciones de saneamiento de las sociedades cotizadas pone de manifiesto la trascendencia de la reestructuración de las entidades como cauce menos costoso y más beneficioso en su conjunto que los procedimientos concursales ordinarios para la solución de la crisis. La limitación de la exención de la obligación de OPA a aquellas operaciones que consistan en una reducción del pasivo mediante una capitalización o una conversión de créditos en acciones resulta probablemente demasiado estricta.

En un plano general (48) se echa en falta la habilitación de cauces que permitan proceder al saneamiento de las empresas y, en particular, de las sociedades cotizadas mediante una regulación de los convenios de reestructuración empresarial más adecuada. El modelo de la Bankruptcy Act del Derecho norteamericano, en el que se prevé la posibilidad de la intervención de la SEC, o el de la Insolvency del

(46) MADRID, A. (2009), pp. 399 y ss.; PÉREZ RENOVALES, J. (2009), pp. 233 y ss.; SÁNCHEZ CALERO, F. (2009), pp. 297 y ss.

(47) DAVIES, P./GOWER, L. C. B. (2008), p. 1.019.

(48) GIRÓN, J. (1985), pp. 133 y ss. Sobre estas cuestiones, trataba la *Lección Primera* de un libro general sobre *Derecho concursal* que el Prof. GARCÍA VILLAVERDE no pudo terminar por su repentino fallecimiento.

Derecho alemán pueden servir de referencia (49). A pesar de la trascendencia de la reforma del 2003 y de las modificaciones legales posteriores, lo dispuesto (50) en la legislación concursal vigente, el régimen de los acuerdos de refinanciación, de los convenios y de la liquidación parece todavía insuficiente, poco efectivo y no del todo apropiado para resolver las situaciones de crisis mediante operaciones de reestructuración empresarial a través de planes de integración o de segregación de las unidades económicas rentables y solventes.

(49) FLESSNER, *Sanierung und Reorganisation*, Tubinga, 1982.

(50) GONDRA, J. M. (2004), pp. 4.577 y ss.