

EDITORIAL

Las ofertas públicas de adquisición. Una valoración¹

Consejo de Redacción

Palabras clave: *Ofertas públicas de adquisición (OPA), concentración de empresas, ética del mercado, “stakeholders”.*

Key words: *takeover bids, corporate concentration, market ethics, stakeholders.*

Las OPA están de actualidad en España. Sin duda, el caso del grupo empresarial Endesa es el que más ha contribuido a desatar los comentarios y la polémica. Más allá de las reflexiones coyunturales que pueda sugerir dicho caso, nos atrevemos a ofrecer este texto editorial con la intención de facilitar la reflexión informada de nuestros lectores sobre un asunto de gran relieve económico, ético, jurídico y político. En ninguna de esas cuatro dimensiones podríamos aspirar a proponer un tratamiento exhaustivo y académico. Pero sí creemos que, siguiendo nuestra costumbre, merece la pena abordar este tipo de cuestiones desde una óptica multidisciplinar.

Estas reflexiones sobre las OPA se inscriben en el marco del pensamiento marcado en la línea editorial de nuestra revista. Los lectores que hayan seguido nuestros artículos editoriales podrán comprobarlo acudiendo a algunos de los textos relacionados con esos temas. Ante el fenómeno de la globalización, en cuyo contexto se producen estos procesos de fusiones y adquisiciones de grandes empresas, defendíamos que es necesario someterla a control, introduciendo en el proceso criterios racionales y de equidad, sin excluir las intervenciones necesarias para tratar de forma preferencial a sus eventuales “perdedores”². En el caso español, el marco natural de los procesos de superación “por arriba” de la dimensión estrictamente nacional, lo constituye sin duda la Unión Europea. España ha jugado de lleno la baza de la integración en los últimos 20 años y el escenario más lógico habrá de ser el europeo. Ello conduce, inevitablemente, a superar

¹ Como en anteriores ocasiones, el Consejo de Redacción de la revista reunió en un seminario a expertos en esta cuestión. Asimismo, contó con la colaboración desinteresada de nuestros colegas Manuel Paniagua Zurera y M^a Carmen López Martín en la redacción de los borradores del presente editorial. Agradecemos a todos ellos sus valiosas aportaciones. En cualquier caso, como de costumbre, el Consejo asume la responsabilidad última del texto final.

² CONSEJO DE REDACCIÓN (2000), “Globalización integradora vs. globalización excluyente”, *Revista de Fomento Social*, nº 218, abril-junio, pp. 143-160.

los enfoques localistas o estrechamente nacionalistas³. Por otro lado, la realidad omnipresente de la institución “empresa”, como actor decisivo en dicho escenario globalizado, exige la toma en consideración de la dimensión ética, lo que equivale a tener en cuenta, de forma creciente, lo que hoy se conoce como la responsabilidad social, llevando esas consideraciones éticas al amplio abanico de implicados (*stakeholders*) por su actuación⁴.

Teniendo a la vista esos textos y en coherencia con ellos, he aquí el esquema que hemos adoptado para nuestra exposición: comenzamos con un breve relato acerca del caso Endesa que ha sido el último factor desencadenante de una oleada informativa sobre la problemática de las OPA; el apartado siguiente pretende explicar de forma clara y concisa qué son las OPA, cómo y por qué han proliferado últimamente en España; en el apartado tercero proponemos una primera aproximación ética al fenómeno desde varios ángulos; a continuación, desde una perspectiva jurídica, describimos brevemente la regulación a que han sido sometidas las OPA; el apartado 5 contiene una reflexión acerca de los conflictos de intereses puestos en juego por los diferentes afectados; concluyendo el editorial con unas consideraciones en relación con la política.

1. El caso Endesa

Cuando en la actualidad se escucha el término OPA (Oferta Pública de Adquisición) inmediatamente parece asociarse a un caso, el del grupo empresarial Endesa, el cual lleva inmerso en un procedimiento de este tipo desde hace algo más de año y medio⁵. Aunque esta empresa no es el objeto central del editorial, lo cierto es que su caso puede servir como introducción a estas operaciones que se han puesto de actualidad probablemente debido a él. Por otro lado, constituye una invitación para reflexionar sobre lo que es una OPA, por qué se multiplican hoy estas iniciativas, así como los problemas éticos que plantean.

De forma resumida, los principales aspectos que resumen los acontecimientos en este caso son los siguientes.

1. El 5 de septiembre de 2005 la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) suspendió cautelarmente la cotización de Gas Natural y de Endesa. La primera había anunciado una OPA (calificada como hostil) sobre el 100% del capital social de la segunda por 21,3 euros por título y un valor total superior a los 22.000 millones de euros, que pagaría de forma mixta: en efectivo y mediante canje de acciones. Al día siguiente, el consejo de administración de Endesa rechazó por unanimidad la operación por considerarla “manifiestamente insuficiente” desde el punto de vista económico y por estimar que resultaba “difícilmente

³ Por referirnos a nuestra reflexión más reciente al respecto, véase: CONSEJO DE REDACCIÓN (2006), “La financiación de la Unión Europea: los límites de una ambición”, *Revista de Fomento Social*, n° 242, abril-junio, pp. 139-164.

⁴ Véase, sobre todo: CONSEJO DE REDACCIÓN (2000), “Empresa y sociedad, interrogantes éticos”, *Revista de Fomento Social*, n° 217, enero-marzo, pp. 13-28; CONSEJO DE REDACCIÓN (2006), “La responsabilidad social de la empresa: ¿el coste de tener conciencia?”, *Revista de Fomento Social*, n° 244, octubre-diciembre, pp. 499-517.

⁵ El texto de este apartado ha sido redactado en febrero-marzo de 2007.

compatible" con el régimen regulatorio y de competencia, existiendo riesgos no previstos que podrían comportar "perjuicios sustanciales" a los accionistas de Endesa.

2. En enero de 2006, tras una larga reunión, la mayoría del Tribunal de Defensa de la Competencia (TDC) se muestra contrario a la operación por considerar que restringiría la competencia en el sector eléctrico. A pesar de este informe, de carácter no vinculante, el día 3 de febrero el gobierno aprueba la OPA de Gas Natural sobre Endesa con 20 condiciones; sin embargo, Gas Natural decide continuar con su oferta de adquisición de acciones sobre Endesa al mismo precio.
3. El 21 de febrero de 2006 la empresa eléctrica alemana E.On presenta en la CNMV una oferta de 27,5 euros en efectivo por cada acción de Endesa. Esta oferta representa un aumento del 29% respecto de la realizada por Gas Natural, que además pagaba dos tercios del valor ofrecido en títulos de la propia empresa. Las reacciones iniciales a esta oferta fueron variadas: los consumidores se felicitaron por considerar que suponía la entrada de un nuevo competidor, mientras que desde el gobierno español la operación fue vista con recelo al afectar a una empresa clave en un sector considerado estratégico (la energía), para el cual se consideraba más adecuado contar con una empresa matriz nacional.
4. Ante esta nueva oferta, se producen varios hechos: por un lado, el gobierno español amplía las competencias de la Comisión Nacional de la Energía (CNE), lo cual da origen a que la Comisión Europea decida abrir, sin debate y por unanimidad, la apertura de un proceso de infracción a España por esta ampliación de las competencias atribuidas a la CNE; por otro lado, también Bruselas aprueba sin condiciones la oferta pública de adquisición de la alemana E.On sobre Endesa al considerar que la operación no tendrá un impacto significativo sobre la competencia.
5. En el mes de julio de 2006, la CNE aprueba la OPA de E.On sobre Endesa, condicionándola a 19 requisitos, la mayoría de los cuales son considerados por la Comisión Europea como incompatibles con la legislación comunitaria. Esto provoca la petición de explicaciones por parte de Bruselas al gobierno español.
6. La situación de "enfrentamiento" por esta operación es objeto de análisis en la cumbre hispano-alemana celebrada en septiembre de 2006; posteriormente, en el mes de octubre, se retiran algunas de las condiciones impuestas a E.On. Por otra parte, la Comisión Europea sigue considerando que, tras su modificación, las condiciones del gobierno a la OPA de E.On siguen violando la legislación comunitaria.
7. En estos meses (otoño de 2006), se presenta un nuevo "actor" en esta operación: la empresa Acciona, la cual adquiere un porcentaje significativo de acciones de Endesa, llegando posteriormente hasta una participación del 21,04% en el capital de la eléctrica.
8. A comienzos de este año 2007, el Tribunal Supremo y la Audiencia Provincial de Madrid levantan las medidas cautelares que paralizaban la OPA de Gas Natural sobre Endesa, lo que permite "despejar" (al menos en parte) el camino para una solución a todo el proceso. El 1 de febrero Gas Natural anuncia su retirada y al día siguiente E.On presenta su oferta

definitiva por Endesa a un precio de 38,75 euros por acción, condicionada al levantamiento de los blindajes existentes sobre los derechos políticos en la empresa eléctrica y a su aceptación por parte de, al menos, un 50,01% del capital.

9. Desde finales de febrero, la eléctrica italiana Enel compra hasta un 24,9% del capital de Endesa, lo que ha añadido un nuevo actor en todo este proceso. Esta operación parece que ha estado aprobada por los presidentes de gobierno italiano (Prodi) y español (Rodríguez Zapatero).
10. Tras desconvocar la Junta general de accionistas de Endesa prevista para el 20 de marzo, los acontecimientos se han acelerado: Enel y Acciona que han alcanzado casi el 50% del capital de Endesa llegan a un acuerdo de no ir a la OPA y plantear otra oferta; E.On eleva su oferta por los títulos de Endesa a 40 euros por acción; Caja Madrid acuerda ir a la OPA de E.On aunque manteniendo sus derechos políticos; E.On llega a un acuerdo con Acciona para realizar una cierta distribución de activos eléctricos; previamente, había ofrecido a Acciona los activos de Endesa en Latinoamérica para que apoyase su OPA; la OPA de E.On fracasa; Conthe, presidente de la CNMV, dimite; Enel y Acciona se proponen realizar una nueva OPA sobre Endesa. En principio, parece que el tema está cerrado, aunque los "damnificados" son numerosos y también los que han obtenido jugosas plusvalías o indemnizaciones....

Este relato de lo ocurrido nos permite sacar una primera conclusión: en este caso se mezclan los aspectos económicos con los políticos. En efecto, las actuaciones de la Comisión Europea, del gobierno español y del italiano han tenido un claro componente político; incluso en las reacciones de Endesa a ambas OPA y en el comportamiento de Acciona y Caja Madrid puede verse quizás algo más que una respuesta meramente económica.

2. Las OPA en la economía actual

Una vez comentada la situación que ha dado pie a tratar este tema en este editorial, conviene plantearse en qué consiste una operación de este tipo. En otras palabras, una primera cuestión a plantear sería ¿qué es una OPA? ¿cuáles son sus mecanismos y su importancia?

2.1. ¿Qué es una OPA?

Una Oferta Pública de Adquisición (OPA) es una operación realizada sobre valores de renta variable, mediante la cual una persona física o jurídica (denominada *oferente* o *promotor* de la oferta) ofrece a los accionistas de una compañía que normalmente cotiza en el mercado bursátil (*sociedad afectada*) la adquisición de sus acciones u otros valores convertibles en acciones, a un determinado precio o contraprestación, con el objetivo de obtener una participación significativa en el capital de esa sociedad.

Una OPA provoca de inmediato alguna actuación de las autoridades públicas. En el apartado 3 analizaremos detenidamente esta cuestión. Ahora basta con indicar que la finalidad principal

de estas intervenciones es proteger a los accionistas minoritarios cuando se puede producir una situación en la que cabe el riesgo de que cambie el control de la sociedad. Así, es preciso considerar que, en la mayoría de los casos en los que una empresa quiere adquirir una participación significativa en el capital de otra, está intentando conseguir una ventaja que no siempre es fácil de obtener, de ahí que esa ventaja tenga un precio; en otras palabras, deberá pagar más caras las acciones del paquete de control de lo que costaría una participación minoritaria; este mayor precio es lo que se conoce como *prima de control*, que se podría definir como la cantidad que paga la empresa adquirente por hacerse con el control de la adquirida. No olvidemos que el accionista minoritario tiene un poder escaso sobre las sociedades (en sentido metafórico podríamos decir que, de facto, son acciones "sin voto"), por lo que esta "prima de control" es una forma de compensar a los accionistas que apenas pueden beneficiarse de las *actividades financieras*: porque el precio de mercado (la cotización en bolsa) difícilmente tendrá en cuenta el sobreprecio que generará la OPA, lo que justifica la prima de control como beneficio para los accionistas.

Dado que se está ofreciendo a los accionistas un incentivo (en forma de una cantidad más elevada por las acciones que poseen), parece razonable que ese incentivo se haga extensivo a todos ellos. Por lo tanto, las OPA deben ser operaciones transparentes que garanticen el principio de igualdad de trato a todos los accionistas; sobre todo, en aquellos casos en los que el oferente tiene acuerdos con determinados accionistas de la sociedad afectada por la adquisición de sus participaciones.

2.2 Clases de OPA

La contraprestación de una OPA puede ser en dinero, por canje de acciones o por una combinación de ambas. En algunos casos, como las OPA de exclusión, la contraprestación tiene que realizarse obligatoriamente en dinero.

Una OPA se suele calificar de *amistosa* cuando, por sus condiciones y características, es bien recibida por los administradores y accionistas de la sociedad afectada. En caso contrario, se habla de OPA *hostil* o no solicitada. Muchas sociedades cotizadas, para evitar una posible OPA hostil, establecen en sus estatutos restricciones de voto, de elección de administradores u otras limitaciones (los denominados blindajes). Estas medidas anti-OPA, en determinadas circunstancias, pueden lesionar los intereses de los accionistas minoritarios.

Una vez presentada una OPA, pueden aparecer otros interesados en adquirir una participación significativa de la empresa afectada; estos, por tanto, se ven obligados a presentar una OPA *competidora* que, lógicamente, habrá de mejorar las condiciones de la oferta inicial. Una vez formulada la OPA competidora, el oferente inicial podrá modificar sus condiciones, realizando una mejora sobre las ofertas competidoras que se hayan presentado.

Una OPA *de exclusión* es una oferta de adquisición de acciones, que una sociedad realiza a sus propios accionistas con la finalidad de dejar de cotizar una vez finalizada la operación. La exclusión de cotización de las acciones supone una pérdida de liquidez de las mismas, por tanto es la última oportunidad que tienen los accionistas para vender sus acciones en Bolsa.

En esta modalidad de OPA, el precio requiere la autorización expresa de la CNMV; para que los accionistas puedan contrastar el precio de la OPA, la operación irá acompañada de una valoración elaborada por un experto independiente.

Una *OPA de canje o de intercambio* es aquella en la que se ofrecen acciones de una sociedad cotizada a cambio de acciones de la sociedad afectada, en la proporción establecida por el oferente (lo que determina la denominada “ecuación de canje”). Si la ecuación de canje consiste en una combinación de acciones y dinero, la contraprestación se denomina mixta (por ejemplo, la OPA presentada por Gas Natural para adquirir acciones de Endesa respondería a este último tipo, ya que en ella una parte del precio se abonaba en efectivo y otra parte en acciones propias).

2.3. ¿Por qué se producen las OPA?

Centrándonos en las OPA en las que se pretende alcanzar una participación significativa en el capital de una sociedad cotizada, con el fin de intervenir o controlar su gestión, parece lógico pensar que, si se desea obtener la mayoría del capital de una sociedad cotizada ya constituida, habrá que intentar adquirir esa participación de la forma más rápida y efectiva posible. Por eso, el procedimiento característico para este tipo de adquisiciones es lanzar al público una oferta de compra a un precio bastante superior al que exista en ese momento en el mercado, con el objeto de que la mayor cantidad posible de los accionistas se sienta atraído por la oferta y efectúe la venta de las acciones. Ese sobreprecio que se paga por las acciones es lo que antes se definía como *prima de control*. Desde este punto de vista, por tanto, este incentivo se puede justificar por dos razones: por un lado, permite conseguir el control de la empresa afectada (y dicho control exige un sobreprecio); por otra parte, ofreciendo un precio más alto se reduce la probabilidad de que la oferta fracase (no se consiga el número de acciones necesario).

Si una OPA fracasa, el oferente no sólo habrá incurrido en unos costes fijos inútiles que deberá amortizar, sino que además se verá perjudicado en sus acciones futuras (ha revelado sus intenciones, lo que probablemente dificultará que en el futuro realice algún intento de adquisición hostil; por otra parte, también resultará más complicado –y posiblemente, más caro– intentar una adquisición amistosa mediante negociación). Incluso, si después de que se haya producido una OPA y ésta haya fracasado, se vuelve a realizar un nuevo intento (una nueva OPA), la prima de control puede resultar bastante cara, en relación con el precio de las acciones.

Si lo que en última instancia explica la existencia de las OPA es la realización de operaciones de adquisición empresarial, parece necesario buscar algunas causas adicionales que expliquen por qué, en determinadas circunstancias, se producen *oleadas* de este tipo de operaciones (tal y como parece que está sucediendo actualmente en España)⁶. En la práctica, es raro que la adquisición de la mayoría de las acciones de una sociedad (o incluso de una minoría si se trata de una sociedad que no se cotiza en bolsa) se realice únicamente pensando en realizar una colocación o inversión financiera de recursos. Casi siempre concurren también otros motivos para justificar la participación, entre los que cabe mencionar los siguientes:

⁶ Aunque las operaciones que llegan a los medios suelen estar lideradas por grandes empresas, no se puede olvidar que también se producen, con más discreción, OPA por parte de pequeñas y medianas empresas.

- a) La empresa oferente intenta conseguir sinergias con la afectada: busca, no sólo ganar tamaño, sino también unificar actividades comunes o complementarias para obtener economías de escala y mayor rentabilidad. En otros casos, el objetivo puede ser diversificar las actividades realizadas hasta el momento, aunque manteniéndose dentro de un ámbito en el que se produce cierta complementariedad⁷.
- b) La empresa oferente realiza un movimiento que podríamos calificar de *defensivo* ante la previsible entrada de competidores en el mercado. Puede suceder también que la forma de disminuir el nivel de competencia interna dentro de un determinado ámbito de negocios sea realizar una OPA a uno de los rivales dentro del mismo.
- c) La empresa oferente pretende sencillamente su propia expansión buscando para ello nuevos mercados. Una empresa que quiere posicionarse, por ejemplo, en otro país puede hacerlo a través de la adquisición de una empresa local. Este hecho es más fácil de entender en el contexto de la actual globalización económica, que lleva a muchas empresas a operar simultáneamente en distintas áreas geográficas⁸. Y no es preciso pensar en la expansión geográfica: una empresa puede buscar su crecimiento mediante estas operaciones, en lugar de hacerlo por la vía del crecimiento interno. Tanto la expansión geográfica como la de actividades parecen llevar a la conclusión de que el número de estas operaciones puede seguir creciendo en los próximos años: a ello contribuirán las sucesivas ampliaciones de la Unión Europea así como el levantamiento de las barreras en los países miembros, la eliminación de la regulación vigente en ciertos sectores en un gran número de países (como el energético, en el que, tradicionalmente, las empresas eran de carácter público por su carácter estratégico) o, en un sentido más amplio, la existencia de una mayor liberalización económica.
- d) También puede ayudar a entender la existencia de este tipo de operaciones la creciente presencia de los denominados inversores institucionales en el accionariado de las empresas. Estos agentes (fondos de inversión y de pensiones, sobre todo) representan un peso cada vez mayor dentro del capital de las empresas. Sabemos que la preocupación fundamental de estos agentes no es tanto la participación en la gestión de las empresas cuanto la rentabilidad para sus inversiones, ya sea a través de los dividendos o de la revalorización de su participación. Tales agentes estarán en principio bien dispuestos para aceptar la realización de una OPA, por las perspectivas de plusvalías asociadas a la misma.
- e) En la actualidad un factor adicional, *facilitador* de estas operaciones más que causa en sentido estricto, es la mayor disponibilidad de recursos financieros propiciada por el crecimiento de las cotizaciones después de la crisis de 2001 y la existencia de unos tipos de interés muy reducidos. Gracias a esta mayor liquidez, las empresas adquirentes pueden pagar las ac-

⁷ Por ejemplo, las OPA de Gas Natural y E.On parecen responder a esta primera explicación, mientras que las compras de acciones de empresas eléctricas realizadas por algunas empresas del sector de la construcción o inmobiliarias se explicarían, al menos parcialmente, por el segundo argumento utilizado.

⁸ Cuando se piensa en este tipo de operaciones, siempre se asocia con la mayor presencia de las empresas de países desarrollados en países en vías de desarrollo o en países emergentes, sin embargo, en los últimos años se está produciendo también un número creciente de operaciones cuyo origen está precisamente en estos últimos países (por ejemplo China o la India).

ciones de las adquiridas bien en efectivo, bien con acciones de la propia compañía o bien mediante operaciones de ampliación de capital o de endeudamiento.

Aunque todo esto se puede considerar como un proceso sin vuelta atrás, que continuará en el futuro, hay también movimientos en sentido contrario; por ejemplo, multinacionales francesas que habían realizado OPA sobre empresas de países en vías de desarrollo, están considerando ahora la posibilidad de volver a la metrópoli.

2.4. El fenómeno de las OPA en España

En los últimos tiempos se está produciendo un creciente número de OPA en España. ¿Es éste un fenómeno peculiar de nuestro país o se trata de una manifestación a nivel *local* de un fenómeno generalizado?

Una primera cuestión: ¿cuáles son las empresas o, de forma más general, los sectores que están protagonizando en la actualidad estas operaciones? Fundamentalmente se trata de los siguientes sectores: el sector energético y eléctrico (Gas Natural y Endesa, por poner el caso de mayor actualidad, pero también han existido rumores vinculados a Repsol, por poner un ejemplo); el sistema bancario (recordemos la adquisición del banco Abbey por parte del Santander o la fallida operación del BBVA para adquirir una participación del Banco Nazionale del Lavoro en Italia; más reciente ha sido la compra por el BBVA de la banca norteamericana Compass Bancshares, aunque no haya habido OPA); el sector de la construcción (podemos citar en el ámbito nacional la operación de Martinsa para adquirir Fadesa, el caso de Metrovacesa, o en el terreno internacional, la adquisición por parte de Ferrovial de BAA, la operadora británica de aeropuertos); con menor trascendencia *mediática* quizás, también es posible citar los casos de los medios de comunicación (mucho se ha escrito de la OPA de Prisa sobre la portuguesa Media Capital) y los de los operadores de telefonía (recordemos la adquisición de Amena por France Telecom o la de la operadora de móviles británica O2 por parte de Telefónica).

Teniendo a la vista esta panorámica, es posible encontrar algunos de los rasgos o motivaciones que se han indicado anteriormente como explicativos de estas operaciones. Por ejemplo, las realizadas por las entidades bancarias parecen responder claramente a un proceso de expansión o crecimiento geográfico fuera de nuestras fronteras; inicialmente, este proceso se desarrolló en el escenario iberoamericano; más recientemente, parece mirarse hacia Europa o incluso Estados Unidos. Este proceso se ha producido después de las fusiones llevadas a cabo en el pasado, que dieron lugar a un importante aumento de la concentración en este sector.

Algo similar puede plantearse en el sector de la construcción, aunque en este caso concentración y expansión han sido casi simultáneas: ha aumentado la concentración, reduciéndose el número de empresas que operan en él, pero además algunas de estas empresas han buscado un crecimiento en otros países mediante la adquisición de empresas en el exterior. Resulta llamativo, no obstante, que, mientras que en el primer caso, las protagonistas han sido empresas de actividades similares, también se está produciendo un crecimiento hacia otros negocios que cabría calificar de complementarios (gestión de infraestructuras, o incluso la entrada en el sector

energético o eléctrico), tanto en el ámbito nacional como en el exterior. Así, por ejemplo, aunque no se haya lanzado una OPA, es importante la participación de ACS en Iberdrola que, a su vez, ha comprado como resultado de una OPA la eléctrica británica Scotiss Power, aunque ello está pendiente de ratificación en la Junta de Accionistas. Por otra parte, el fuerte crecimiento de la actividad constructora en España en los últimos años (tanto en la construcción de viviendas como de infraestructuras) ha incrementado la liquidez del sector, lo que facilita la realización de estas operaciones, que cuentan además con un entorno de tipos de interés en mínimos históricos.

El sector que está gozando de mayor protagonismo en los últimos meses es, sin duda, el energético y, dentro de él, el eléctrico, debido a las OPA lanzadas por Gas Natural y E.On sobre Endesa. Debe recordarse que en este sector confluyen, además de los factores de carácter más general que se han citado antes, otros aspectos importantes: se trata de un sector estratégico en casi todos los países, lo que se traduce en una presencia pública de mayor o menor importancia en la actualidad, pero clave en el pasado reciente; aunque la presencia pública haya disminuido en España, al igual que en casi todos los países de nuestro entorno, sigue tratándose de un sector regulado, en el que las tarifas y parte de la actividad (por ejemplo las inversiones) se fijan por el gobierno, lo que da más estabilidad a los ingresos de estas empresas. Este carácter estratégico explica que los gobiernos quieran intervenir en estas operaciones: recordemos, por ejemplo, la política seguida en Alemania y en España en el caso Endesa, la "invitación" del gobierno español a la eléctrica italiana Enel para que participase en Endesa. En este contexto, la afirmación de un ministro español de que con dos eléctricas estaba asegurada la competencia no deja de ser curiosa.

Por último conviene reseñar cuál es el comportamiento de las bolsas españolas cuando se anuncia una OPA. Limitándonos al caso de Endesa, la cotización de sus acciones no ha dejado de crecer desde el inicio de la primera OPA. En general, en las bolsas españolas, basta el rumor de una OPA para que se produzcan movimientos en las cotizaciones, normalmente de signo positivo.

2.5. La concentración de empresas y de la producción: la necesidad de control

De la descripción de lo que ocurre en España, volvamos de nuevo al marco general. Y este quedaría incompleto si no atendemos, siquiera de forma sumaria, al fenómeno económico, político y social que está debajo de las OPA: las concentraciones económicas y su control.

El capitalismo del siglo XXI se mueve, desde hace algunas década (especialmente, a partir de la década de los ochenta del pasado siglo en Europa) entre dos fuerzas opuestas: por un lado, la necesidad política y económica de fomentar las concentraciones económicas o empresariales para competir en mercados mundiales; y, por otro lado, la necesidad de someter a control a las concentraciones económicas para evitar la creación o el reforzamiento de posiciones de dominio en los mercados y para evitar crecimientos empresariales que distorsionen sensiblemente la competencia en los mercados.

Esta tensión se manifiesta en las economías nacionales, supranacionales y, lo que es más novedoso, en la economía mundial (globalización económica). Pero la regulación, tan necesaria, no deberá implicar una posición de desventaja competitiva respecto a otras economías o áreas

económicas. Pensemos en los efectos que derivarían de unas medidas anti-OPA que se establecieran en la Unión Europea y que no se reconocieran en EE.UU.

Normalmente, las OPA se dirigen a las sociedades cotizadas (sociedades anónimas abiertas). En este tipo de sociedades se produce una separación entre los socios de control o de referencia (bancos, aseguradoras, grandes fortunas, etc.) y los socios inversores o minoritarios. En muchos casos la mayoría del capital social colocado en bolsa es titularidad de los socios inversores, cuya preocupación es el valor de cotización de sus acciones y derechos equivalentes y la política del dividendo, pero no tanto el ejercicio de sus derechos políticos en la sociedad cotizada. Son los socios de control los que se ocupan de la gestión y de la representación de la sociedad cotizada: para ello no necesitan ser titulares de la mayoría del capital social (más del 50%), les bastan algunos acuerdos (como la sindicación de acciones). Además, nuestra legislación les permite (pues no lo prohíbe) blindar su posición de poder con mecanismos variados (limitaciones en el ejercicio del derecho de voto o requisitos para nombrar administradores).

La separación entre los socios de control y los socios inversores genera una fractura entre el órgano soberano de la sociedad cotizada (la Junta general) y quienes detentan el poder efectivo (los socios de control o de referencia), que son los que de hecho eligen (y cesan, en su caso) a los administradores sociales. Es más, ante los equilibrios que los socios de control realizan entre ellos y la tecnificación de la tarea gerencial, los administradores adquieren un importante poder y autonomía. Por eso se ha llegado a teorizar que el poder efectivo en las sociedades cotizadas no lo tienen ni los propietarios de las acciones (socios inversores), ni los que pretenden controlar la sociedad (socios de control), sino los tecnócratas, esto es, el órgano de administración.

Por otro lado, las OPA no se explican sin el enorme desarrollo de los mercados financieros, incluidos los mercados secundarios de valores (las bolsas). Estos mercados financieros o de capital constituyen el gran motor de las economías modernas cuando cumplen, adecuadamente, su función de canalizar el ahorro privado (de las familias y de las empresas) hacia nuevos proyectos empresariales.

Tan importante son estos mercados que hablamos hoy del capitalismo actual como capitalismo financiero, como una etapa ulterior a la del capitalismo comercial y a la del capitalismo industrial. Por eso todos los Estados, incluso los menos desarrollados, se esfuerzan por regular sus bolsas y evitar las manipulaciones en su funcionamiento, convencidos de que los inversores no colocan su dinero en los mercados si éstos carecen de garantías. Por eso, ante los recientes y graves escándalos empresariales que han afectado a millones de socios inversores, los poderes públicos han reaccionado con distintas medidas: entre ellas, los códigos de buen gobierno, el endurecimiento legal del estatuto de los administradores sociales, las reformas en la función auditora y la introducción de mayores dosis de transparencia e información en los mercados financieros.

La normativa sobre las OPA se enmarca dentro de esta tendencia de ejercer cierto control sobre los procesos de concentración empresarial que tienen como telón de fondo una economía crecientemente globalizada. En nuestro caso, en la Unión Europea, este control está repartido entre las instituciones comunitarias y las estatales: cuando una OPA sobre una empresa que desarrolle su actividad económica en el mercado comunitario tiene, por el volumen de negocio

de las empresas implicadas y por los Estados afectados, dimensión comunitaria (como la OPA de E.On sobre Endesa), se aplica el derecho comunitario y los tribunales de la Unión Europea; por el contrario, cuando la concentración económica resultante de una OPA no tiene dimensión comunitaria (como fue el caso de la OPA de Gas Natural sobre Endesa), se aplica el derecho español y la autoridad de control es el gobierno español y los órganos judiciales españoles⁹.

3. Una primera aproximación ética

Hasta aquí nos hemos limitado a describir un fenómeno significativo de la economía de nuestro tiempo, un fenómeno que además resulta difícil de evitar. ¿Quiere esto decir que es imposible encauzarlo? Hemos indicado ya, y veremos en el apartado siguiente los instrumentos jurídicos empleados, que los poderes públicos cada vez son más proclives a intervenir. ¿Con qué criterios lo hacen o deberían hacerlo? Más en el fondo, ¿qué motivos justifican esta intervención? Para responder a estas cuestiones es preciso adentrarnos en la reflexión ética. Lo haremos en tres pasos sucesivos.

3.1. Concentraciones de empresas y ética del mercado

Es un hecho que las concentraciones de empresas, que han existido siempre en la historia económica moderna, hoy se multiplican y adquieren un significado y un alcance nuevos. Evidentemente dichas concentraciones tienen ventajas e inconvenientes.

Las ventajas han quedado descritas más arriba. Pueden resumirse en las economías de escala que se obtienen con ellas, ya sea ampliando cuantitativamente la producción, ya diversificándola en actividades complementarias.

Pero tienen también inconvenientes, en la medida en que propician situaciones de oligopolio o monopolio, que reducen o eliminan la competencia y distorsionan el funcionamiento normal de los mercados.

En el fondo el tema de las OPA remite a la ética del mercado. Sabemos por la teoría económica que el mercado asigna eficientemente los recursos económicos escasos, pero para ello tienen que darse unas condiciones estrictas de funcionamiento. Estas condiciones son enumeradas con detalle en todos los manuales de teoría económica. Para nuestro objetivo aquí dichas condiciones pueden sintetizarse en una: que haya igualdad entre todos los agentes económicos (tanto por la parte de la oferta como por la demanda), para que así todos puedan actuar con libertad.

Con ello la teoría económica está poniendo las bases para un análisis crítico del mercado, de los mercados reales. La reflexión ética toma pie de estas aportaciones de la teoría, denunciando que

⁹ A nadie se oculta que la decisión previsible según los mercados sobre la aceptación de una operación de concentración vía OPA, es muy distinta si tiene que decidir la Comisión Europea o si quien decide es una instancia nacional; en cualquier caso, las consideraciones técnicas, de defensa de la competencia, de defensa de los consumidores y usuarios, de defensa de la eficiencia, etc. en no pocas ocasiones ceden a las conveniencias, cuando no connivencias, políticas.

es fácil legitimar los mercados reales desde el mercado ideal que describen los manuales. Esta crítica se apoya además en la experiencia. Porque la experiencia histórica viene a enseñarnos dos cosas: en primer lugar, que esa igualdad se da con suma dificultad en muchos mercados reales, incluso que la igualdad total no se da en ninguno; en segundo lugar, que esta falta de igualdad produce un aumento de las desigualdades entre los agentes económicos. Estas lecciones de la experiencia son tan recurrentes e incontestables que el propio sistema de organización económica ha reaccionado para hacer frente a esas tendencias. Por eso hablamos hoy de un sistema de economía mixta (el capitalismo mixto), donde se respeta el mercado pero se somete a control y a un cierto encauzamiento desde los poderes públicos. Este modelo de capitalismo mixto, que admite diversas modalidades, es el que parece se va imponiendo en todo el mundo después de la caída del colectivismo soviético.

Volvamos a las concentraciones de empresas resultantes de las OPA. No podemos dar por buena sin más dicha dinámica, y esto independientemente de sus efectos sobre los accionistas minoritarios. Hay que atender también a las repercusiones del fenómeno de OPA frecuentes sobre la marcha general de la economía y, hablando en términos éticos, sobre el bien común de las sociedades.

3.2. Las OPA y el uso del poder económico

Hemos dicho también que toda OPA lleva detrás la conquista de un poder económico. Ahora bien, el uso del poder –de todo poder, del político en primer lugar, al que solemos referirnos, pero también del económico– exige una reflexión moral. Dos son las cuestiones éticas que plantea el uso del poder y que podemos aplicar al caso de las OPA.

Una primera cuestión, el poder no suele ser fin, sino medio. Se desea y se busca el poder, generalmente no por el poder en sí, sino como instrumento para conseguir otras metas. La cuestión decisiva es, entonces: ¿al servicio de qué fines se pone el poder que se conquista o se posee? Y el poder económico se busca, dentro de la lógica de la economía, para garantizar mejor los objetivos de todo negocio, que son la rentabilidad de los recursos empleados. Decisivo es todavía preguntarse: ¿rentabilidad a corto plazo o rentabilidad a largo? ¿rentabilidad “pura y dura”, sin condiciones, o rentabilidad en el marco de la responsabilidad social de la empresa y de sus funciones en la sociedad?

Segunda cuestión: ¿por qué vías se conquista el poder? Porque el fin no justifica los medios. Supuesto que el objeto de la conquista del poder sea aceptable, no vale cualquier estrategia para alcanzarlo. En el caso del poder económico esta reflexión remite a lo que decíamos hace un momento sobre la ética del mercado. Por eso las condiciones de transparencia y de igualdad de oportunidades parecen indispensables para que el poder no se emplee abusivamente.

3.3. El concepto de empresa y su dimensión ética

Hoy es frecuente oír que la empresa es, ante todo y sobre todo, un patrimonio rentable. En otros tiempos, utilizábamos más bien la idea de que la empresa era una unidad de producción (donde concurrían capital y trabajo); posteriormente se impuso la idea de que la empresa era

una organización con fines lucrativos. Esta cuestión conceptual no es una mera elucubración intelectual, porque el concepto de empresa que hagamos nuestro tendrá implicaciones prácticas de alcance.

Reducir la empresa a un patrimonio rentable está muy en sintonía con la tendencia más general de subordinar la economía real a la economía financiera y de someter a aquella a los dictados de esta. Pero tal enfoque de la economía es extraordinariamente problemático y suscita no pocos interrogantes desde una perspectiva ética. Por referirnos sólo al caso de las OPA, permítasenos expresar las reflexiones que siguen.

- 1º. El dominio tan acusado de la economía financiera sobre la real deriva en una fuerte inestabilidad e inseguridad para la empresa, que siempre se siente bajo la amenaza de una OPA que la liquide (para dar otro destino al patrimonio) o que cambie su razón de ser. No interesa lo que la empresa es y aporta a la economía real de producción, sino sólo la posibilidad de generar beneficios económicos.
- 2º. Ese enfoque implica que quien marca las pautas para la marcha de la empresa es el capital y sus propietarios o quienes lo controlan por delegación. Pero ¿pueden identificarse los intereses del capital con los intereses de la empresa? Frente a los distintos componentes de la empresa o factores de producción ¿es el capital quien mejor representa a ésta? No cabe duda que la forma jurídica de sociedad anónima (con su paralelismo formal con el Estado liberal y sus dos órganos de poder, el legislativo y el ejecutivo) distorsiona la complejidad de la empresa como organización. De hecho está siendo corregida desde muchos frentes para superar la simplificación que oculta (¿y legítima?). ¿Qué significan, si no, las iniciativas de participación de los trabajadores o las propuestas de responsabilidad social corporativa?
- 3º. Y esta era la última reflexión que queríamos hacer. Precisamente la conciencia del poder creciente de la empresa en el mundo actual ha servido para desarrollar la idea de la responsabilidad social de la empresa. Porque toda responsabilidad es correlativa al poder y todo poder genera una responsabilidad. Cuanto mayor es el poder que se posee, mayor es la responsabilidad. Ahora bien, la empresa tiene una responsabilidad que no queda circunscrita al capital, ni siquiera a capital y trabajo, sino que se abre a otra serie de colectivos que la literatura reciente denomina con el término inglés de *stakeholders*. Sería importante analizar los efectos de una OPA sobre diferentes *stakeholders* y preguntarse, por ejemplo, qué ocurre con los trabajadores que se quedan sin empleo o con los consumidores a los que se traslada el coste de la prima de control, por citar sólo dos ejemplos.

4. De la ética al derecho: la necesidad de regulación y la legislación sobre OPA

Como hemos visto en el apartado anterior, son diversos los interrogantes éticos que plantean las OPA. Nos toca ver ahora cómo la legislación sobre OPA va a intentar responder a ellos. Comenzaremos con unas consideraciones generales para examinar en un segundo momento, la legislación vigente y la que está en proceso de elaboración.

4.1. Una primera aproximación: alcance y características de esta legislación

La normativa sobre las OPA no se ocupa de todos los aspectos problemáticos de ésta, ni atiende a todas las cuestiones que se han formulado en el apartado anterior desde la ética. Su objetivo primario es muy concreto: la forma o procedimiento para acceder al poder en la sociedad cotizada y, fundamentalmente, la manera de que no resulten perjudicados los intereses de los accionistas, especialmente los minoritarios. Otras cuestiones, como las consecuencias que para la economía en general pudiesen seguirse caso de triunfar la OPA, son abordados por la normativa reguladora de las concentraciones económicas en general, y de determinados sectores en particular (como ocurre, por ejemplo, con el sector eléctrico). Esta normativa trata de evitar que dichas concentraciones económicas puedan perjudicar a la competencia, bien sea a otras empresas, a los consumidores o a los mercados afectados. Menos parece ocuparse, en cambio, la legislación de tutelar la situación en la que quedarían los trabajadores de la empresa afectada, sobre todo cuando con la OPA se pretenden reestructuraciones empresariales de importante calado. Quizás, cuestiones como éstas son las que menos reguladas se encuentran actualmente. Hay que acudir al derecho laboral para buscar las soluciones aplicables, las cuales no han sido diseñadas con la mirada puesta en las OPA, sino más bien en las crisis empresariales.

Excluidos esos otros aspectos, que posiblemente exigirían también alguna normativa, hay que decir que la legislación actual sobre las OPA resulta *compleja y casuística, ambigua e incompleta, reactiva*.

- Es *compleja y casuística* por la propia complejidad económica de estas operaciones.
- Pero al mismo tiempo es *ambigua e incompleta*, en la medida en que no llega a cubrir todas las eventualidades que en una OPA se suelen presentar. Se da la circunstancia que quien aplica las normas se encuentra con situaciones que las mismas normas no prevén (el caso de Endesa lo ha puesto de manifiesto). Es más, esta ambigüedad es aprovechada por los agentes económicos y sus consultores buscando siempre las interpretaciones que más les beneficien. Por eso, la praxis demuestra continuamente que la legislación es insuficiente.
- Por la misma razón la normativa de las OPA es *reactiva*: en efecto, se va elaborando y completando como reacción a situaciones que se presentan y que no estaban previstas en las normas vigentes.

Estas observaciones generales podrían quedar confirmadas si hiciéramos un análisis de cómo se han ido sucediendo las normas reguladoras de las OPA, desde la primera promulgada en España en 1988. Pero nos limitaremos a exponer brevemente, sin entrar en precisiones técnicas, la legislación actualmente vigente y la que está en proceso de elaboración como consecuencia de iniciativas de la Unión Europea.

4.2. La normativa vigente

La normativa actualmente en vigor está constituida por la Ley 24/1988, de 28 de julio, del mercado de valores (LMV) y por normas de carácter reglamentario: el Real Decreto 1197/1991,

de 26 de julio, modificado en profundidad por el Real Decreto 432/2003, de 11 de abril (Reglamento de OPA).

La regulación existente se encarga de precisar básicamente dos aspectos: en qué supuestos es obligatorio lanzar una OPA y qué procesos o procedimientos deben seguirse en la OPA.

En cuanto a los supuestos en que es obligatorio lanzar una OPA, la legislación es muy minuciosa. Baste enumerar los supuestos contemplados, sin entrar en los detalles de cada uno:

- cuando se pretenda adquirir una participación significativa en el capital de una sociedad cotizada;
- cuando se tenga la intención de designar un porcentaje de administradores;
- cuando se adquiera más del 50% de los derechos de voto de una sociedad cotizada y se pretenda modificar los estatutos sociales;
- cuando una entidad emisora (por ejemplo, una sociedad cotizada) solicite la exclusión de la negociación de un valor en un mercado secundario oficial y la CNMV acuerde, para tutelar los intereses de los titulares de ese valor, la presentación de una OPA.

Son muy duras las sanciones al incumplimiento de esta obligación: no se pueden ejercer los derechos políticos adquiridos, los acuerdos adoptados con su participación son nulos y la CNMV está legitimada para ejercer las acciones de impugnación correspondientes.

El otro aspecto fundamental en la normativa se refiere a los procesos o procedimientos. Resumimos esquemáticamente lo más sustancial:

- La OPA debe dirigirse a todos los titulares de valores; sólo en algunos casos ha de ser por el 100% del capital social; es irrevocable, y debe ir acompañada de garantías (por ejemplo, avales bancarios).
- Presentación de la oferta: el oferente debe solicitar la autorización de la CNMV y acompañar la solicitud con un folleto explicativo sobre la OPA.
- La CNMV acordará, ante todo, la suspensión cautelar de la negociación bursátil de los valores afectados. Tras examinar el folleto y la documentación, a ella corresponde autorizar o denegar la OPA.
- Notificada al oferente la autorización, éste deberá publicar la OPA con los datos esenciales que consten en el folleto, indicando también el plazo para la aceptación (el plazo de suspensión de cotización termina, normalmente, al día siguiente de esta publicación).
- Al órgano de administración de la sociedad afectada le corresponde ahora redactar y publicar un informe detallado con las observaciones a favor o en contra de la OPA y su opinión sobre la misma.

- Aunque una OPA es irrevocable, se admite su modificación, desistimiento y cesación de efectos en algunos casos: por ejemplo, el oferente puede desistir cuando no se cumplan las condiciones establecidas en la OPA, cuando por circunstancias excepcionales ajenas a su voluntad la OPA no pueda realizarse, o cuando se presente una oferta competidora.

4.3. La directiva europea y la reforma en curso de la legislación española

La Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, ha sido calificada por alguna doctrina como “*el parto de los montes*” por su dilatada elaboración (cerca de quince años) y su limitado alcance (no ajeno a las divisiones entre países y partidos políticos).

Sus considerandos dejan claros los objetivos: proteger a los accionistas minoritarios, limitar el riesgo de operaciones con información privilegiada, limitar los poderes de los administradores de la sociedad afectada, garantizar la transparencia en los mecanismos anti-OPA, regular la modificación de la oferta así como las ofertas competidoras, y las compras y ventas forzosas. Termina apelando a los principios de subsidiariedad y proporcionalidad.

La Directiva exige que los Estados miembros velen por el respeto de una serie de principios generales. Asimismo determina quién será la autoridad de control de la OPA y de la normativa aplicable: el Estado donde tenga su domicilio social la sociedad afectada y el Estado o Estados donde estén admitidos a negociación los valores de la sociedad afectada.

La Directiva remite a la legislación de los Estados miembros la mayor parte de las cuestiones sobre el procedimiento a seguir; es más, permite que, siempre que se respeten los principios generales enumerados, los Estados miembros puedan establecer excepciones al contenido de la Directiva con la finalidad de atender circunstancias nacionales.

Así las cosas, ¿qué regula la Directiva comentada? De entrada, las obligaciones del órgano de administración de la sociedad afectada y algunos otros extremos, todos ellos de rango menor: el precio equitativo, el folleto de la OPA, el plazo de aceptación, y la venta y compra forzosa.

El plazo de transposición de esta Directiva expiró el 20 de mayo de 2006. El Reino de España se ha dado prisa, en comparación con otros Estados miembros, por incorporar esta Directiva. Pero no ha sido sino el 13 de octubre de 2006, en plena *guerra de Endesa*, cuando se remitió al Congreso de los Diputados el Proyecto de ley de modificación de la LMV. Su Exposición de Motivos afirma que la Ley tiene por objeto modificar la LMV para “*incorporar parcialmente*” a nuestro ordenamiento dos Directivas comunitarias (la relativa a OPA y la relativa a transparencia sobre emisores de valores admitidos a negociación en un mercado regulado)¹⁰.

El Proyecto ha sido tramitado por el procedimiento de urgencia. El 13 de abril de 2007 el BOE publica la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la LMV. En lo referente a las OPA, la reforma pretende no sólo la transposición de la Directiva comunitaria: tiene además por obje-

¹⁰ Más adelante haremos referencia a la Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la LMV, publicada en el BOE del 13 de abril de 2007, cuya entrada en vigor se ha demorado cuatro meses desde su publicación oficial.

tivo “modificar algunos aspectos del régimen vigente para garantizar que las ofertas públicas de adquisición se lleven a cabo en un marco legal completo y con total seguridad jurídica”. Los dos principales Grupos Parlamentarios han consensuado el contenido final de la ley, lo que ha implicado la incorporación de importantes correcciones y ampliaciones en el trámite parlamentario.

5. Los actores (*stakeholders*) principales – Derechos y responsabilidad

Ya abordamos la dimensión ética que deriva del análisis del fenómeno de las OPA y ha servido para encontrar el sentido último de las actuaciones jurídicas. Pero puede ahondarse más en esa dimensión ética analizando las diferentes personas o colectivos que intervienen en estos complejos procesos y tomando en consideración los derechos y responsabilidades de cada uno. Es lo que nos proponemos hacer a continuación.

Para designar a los distintos grupos implicados en una organización se ha impuesto el término inglés de *stakeholders*¹¹. Y dentro de ellos es costumbre distinguir entre *stakeholders* pasivos y *stakeholders* activos. Son pasivos aquéllos que suelen quedar afectados por la actuación de la organización; los activos son los que, con su actuación, afectan a la organización. Aunque los *stakeholders* reales son casi siempre una mezcla de activos y pasivos, vamos a seguir esta clasificación porque resulta clarificadora.

5.1. Los *stakeholders* pasivos

Los *stakeholders* pasivos lo son en la medida en que pueden ver algunos de sus derechos conculcados, aunque en muchos casos tienen también cierta capacidad de actuación en defensa propia, lo que los hace menos “pasivos”. Citemos los tres grupos más significativos.

1º. *Los accionistas minoritarios*. Ya hemos visto que uno de los objetivos principales de las regulaciones jurídicas sobre las OPA es precisamente la defensa de los intereses de los accionistas, especialmente de los minoritarios. Para éstos una OPA es sencillamente una ocasión para vender unos títulos a un precio muy elevado en relación con el fijado por el mercado: por tanto, es una oportunidad de hacer negocio. Y son libres de vender o de no hacerlo. La cuestión fundamental es que la decisión que tomen sea verdaderamente libre, es decir, no sometida a coacción y debidamente informada. Por eso se pone tanto énfasis en el folleto explicativo que debe acompañar al lanzamiento de una OPA. No hay duda que, en el complejo mundo de las finanzas, el pequeño inversor es el agente más vulnerable. Pero los derechos tienen que estar garantizados para todos, si quieren ser verdaderos derechos: de ahí la preocupación ya indicada por proteger los de aquéllos que están más desprotegidos.

2º. *Los consumidores (y la sociedad)*. En cuanto *stakeholders* externos, los consumidores van a ser afectados por la actuación de la empresa, pero tendrán menos posibilidades de reacción

¹¹ Véase nuestro editorial “La responsabilidad social de la empresa: ¿el coste de tener conciencia?”, citado supra (nota 4), donde nos ocupamos del tema.

efectiva a esa actuación. En el caso de una OPA, dos cuestiones se plantean que tienen un indudable alcance ético. La primera: ¿seguirá la empresa prestando el mismo servicio a los consumidores? La segunda: ¿y lo seguirá prestando en las mismas condiciones de calidad y precio, en una relación adecuada calidad/precio? Ambas preguntas son más importantes en el contexto de concentración de empresas, y de producción, que suele rodear a una OPA: porque entonces es probable que se genere una reducción de la oferta y de las alternativas de elección para el consumidor. Por otra parte, ¿sobre quién recaerá últimamente el coste de la prima de control? Es más que probable que sobre el consumidor, si no de forma inmediata, sí a medio y largo plazo. Este sobreprecio del producto, que servirá para financiar el coste de la operación de la OPA, no repercutirá en una mejora del servicio que el consumidor recibe: por consiguiente empeorará la relación calidad/precio. Más aún, la concentración de la producción que pudiera seguirse de la OPA, podría mejorar la calidad del servicio prestado al consumidor, pero ¿en proporción adecuada al incremento del precio? Y podría servir también para empeorarlo, como no es raro que ocurra cuando se elimina o se reduce la competencia.

3°. *Los empleados.* La consideración de este tercer *stakeholder* pasivo confirma los problemas que ya se plantearon a propósito de los consumidores. ¿Cómo repercutirá la operación financiera sobre este colectivo? Puede hacerlo positivamente, siempre que la empresa resultante esté en mejores condiciones para consolidarse en el mercado como una empresa competitiva y estable. Pero puede hacerlo también negativamente si las decisiones posteriores a la OPA suponen una reducción de la plantilla o la total eliminación de la misma. Sabemos que esto último ocurrirá siempre que una OPA esté orientada a eliminar a corto o medio plazo a la empresa afectada.

El análisis de estos tres *stakeholders* que hemos llamado pasivos, pero especialmente el de los dos últimos, pone de relieve que una OPA se realiza atendiendo exclusivamente a los intereses del capital. Es curioso que las medidas jurídicas que suelen adoptarse tienen como primer objetivo –ya lo dijimos– proteger a los pequeños accionistas, es decir, a una parte del capital. Y está bien que se vele por un cierto equilibrio entre los distintos propietarios, reales o posibles, del capital de una empresa. Pero es importante comprender que la ética de la empresa no puede limitarse a garantizar el equilibrio de fuerza entre propietarios capitalistas. Precisamente la responsabilidad social de la empresa no tiene otra función que superar esta visión tan incompleta que tiende a reducir la empresa a un patrimonio rentable y que contempla sólo, o con una absoluta prioridad, los intereses legítimos pero no exclusivos, de los propietarios del capital.

Por consiguiente, incluso la normativa que viene produciéndose en estos años, de la que hemos dejado constancia en el apartado anterior, resulta insuficiente porque parte de una concepción de empresa que es éticamente discutible.

5.2. *Los stakeholders activos*

A diferencia de los anteriores, éstos son los que llevan la iniciativa en todo el proceso o los que desarrollan en él un papel decisivo (“activo”). Por eso en este caso hablamos en primer término, no de derechos, sino de obligaciones. Hagamos un rápido recorrido por los más importantes.

- 1°. *La empresa oferente.* La responsabilidad central de la empresa que hace la oferta para adquirir otra empresa es la información veraz y transparente en todo lo que afecta a la operación. Esto debe concretarse en el folleto explicativo, que acompañará a la presentación de la oferta. Dicho folleto, además de informar, supone un compromiso para la empresa oferente en cuanto a la forma en que actuará si la OPA triunfa. En la medida en que esta empresa adquirente va a pasar a controlar del todo a la empresa adquirida, aquella debe asumir todas las responsabilidades relativas a los *stakeholders* de ésta: y especialmente los empleados y los consumidores, de los que hablamos antes. De nuevo aquí cabe, además, preguntarse con qué concepto de empresa se actúa en la OPA: si se está barajando sólo un concepto patrimonial, que ignora casi por completo a todos los demás *stakeholders*. En este caso la operación resultaría éticamente muy discutible.
- 2°. *El órgano de administración de la empresa afectada.* A él se reconoce también un papel importante, tanto en la práctica como en la normativa jurídica vigente. Su responsabilidad central estriba en cumplir adecuadamente su función. Primera cuestión: ¿actúa de hecho en nombre de todos los accionistas, velando con especial atención por los más vulnerables que son los minoritarios, o en nombre sólo de los propietarios con mayor poder económico en la empresa? Es cierto que, en términos estrictamente jurídicos, el consejo de administración representa sólo a los accionistas, pero esto no les libera de otras responsabilidades éticas que afectan a toda empresa, si este órgano es considerado no sólo como defensor de los intereses de los accionistas, sino en último término como el máximo órgano de gestión de la empresa.
- 3°. *Los organismos públicos.* Hemos visto que una OPA, por los riesgos que implica para el adecuado funcionamiento del mercado y de la economía en general, viene siendo objeto de una creciente intervención por parte de los poderes públicos. En un modelo mixto de economía esta intervención de regulación y control está bien justificada. En esta intervención hay que subrayar, en primer lugar, el papel de un organismo especializado, cual es en España la CNMV: a ella compete velar por la transparencia del proceso en el marco del funcionamiento de los mercados financieros, que es el campo concreto de sus competencias. Pero no se reduce a esto la responsabilidad pública.
- 4°. *El gobierno.* De modo más general es preciso mencionar también las responsabilidades del gobierno: a él corresponde velar para que la incidencia de estos procesos sobre el conjunto de la economía del país no sea perjudicial por diversas causas (por la concentración de poder económico que se sigue, por la concentración de la oferta de bienes y servicios o por la falta de garantía para el suministro de estos, etc.). Esta sería su responsabilidad normal. Desgraciadamente hay que hablar aquí de una práctica que muchas veces contamina esta función pública: cuando estas intervenciones gubernamentales se guían más por razones políticas de partido que por consideraciones estrictamente económicas en relación con el bien común de la sociedad. Cuando esto ocurre se atenta contra el principio esencial de cualquier ética política: que el poder soberano, que detenta el Estado, sólo se justifica cuando está al servicio de los intereses generales de la sociedad, mientras que se degrada cuando se pone al servicio de los intereses particulares de un grupo (por muy legítimos que estos puedan ser).

5°. *Los que hacen OPA alternativas.* En este complejo entramado que surge en torno a una OPA conviene decir una palabra final sobre algunos agentes que podríamos llamar “sobvenidos” ya que entran en juego en un segundo momento cuando ofrecen una OPA alternativa a la primera. En principio habría que aplicar a estas empresas los mismos criterios que enunciábamos para la que hace la primera oferta. Pero no es posible ignorar que estas iniciativas tienen que ver muchas veces con luchas de carácter más político que económico. Conecta, por tanto, por lo que decíamos hace un momento a propósito del gobierno y sirve para poner de manifiesto hasta qué punto las connivencias del poder político y el económico pueden distorsionar gravemente lo que sería una operación normal del mercado y cuestionar de raíz la función última del poder político.

Si proyectamos ahora estas consideraciones sobre los *stakeholders* sobre la normativa que hemos expuesto en el apartado anterior se constata que no coinciden del todo el modelo de empresa que subyace a dichas normas jurídicas y el que subyace a estas últimas reflexiones éticas. Las normas jurídicas se ocupan casi exclusivamente de los accionistas minoritarios, pero no de otros grupos que están directamente implicados en la empresa y pueden verse afectados negativamente por la OPA. Esta orientación jurídica es coherente con el hecho de que la empresa es de los accionistas (mayoritarios y minoritarios), pero no atiende a la incidencia de la empresa sobre otros colectivos, que es el enfoque que deriva de la responsabilidad social corporativa. ¿Cabría esperar que las normas jurídicas, sin dejar de proteger a los accionistas minoritarios, contemplen de forma más sistemática los intereses de otros grupos implicados?

6. Algunas consideraciones políticas a guisa de conclusión

No quedaría completo este editorial si no hiciéramos una alusión explícita a la dimensión política que rodea en muchas ocasiones a estas operaciones de adquisición de empresas. Aunque no es consustancial a este fenómeno de las OPA, no es tampoco infrecuente, y el caso que ha dado ocasión a estas reflexiones lo ha dejado en evidencia con toda claridad.

En general no es aventurado afirmar que las normas jurídicas sobre las OPA no se aplican por igual a las PYME, a las empresas de dimensiones normales y a las grandes empresas. En este último caso a nadie se oculta que existen grandes presiones sobre las instancias públicas que tienen la responsabilidad de velar por estos procesos. Ello es un exponente de que el poder económico extiende su alcance más allá del ámbito estrictamente económico: es además un poder social que termina por doblegar al poder político y controlarlo para que sirva a sus intereses.

Pero puede ocurrir también lo contrario: que sea el poder político el que pretenda controlar los procesos económicos (las OPA, en nuestro caso) en beneficio de intereses partidistas. La historia de Endesa y los sucesivos intentos de OPA alternativas son una muestra palmaria. Todo el desarrollo de esta OPA ha estado enmarcado por la bipolarización política que grava como una pesada hipoteca sobre nuestro país en estos momentos. Difícilmente puede entonces analizarse con objetividad (es decir, en relación con el bien común de la sociedad) las ventajas y los inconvenientes de una OPA y de sus alternativas: lo que se prioriza es las ventajas de una u otra opción para cada partido en acción.

Se da entonces la paradoja de que una normativa que está pensada para proteger a los inversionistas hay que emplearla para un problema bien distinto: para resolver un conflicto político de partidos, que además termina implicando a gobiernos y a partidos políticos de otros Estados. Naturalmente no es adecuada para ello. Y los que tienen que aplicarla, como miembros de los organismos públicos competentes (la CNMV), se ven con dificultades casi insuperables para desempeñar su responsabilidad.

¿Cómo concluir estas reflexiones? ¿Sólo con esta nota de escepticismo, que parece invalidar todo lo dicho anteriormente? No, porque Endesa no es la única OPA, ni todas las OPA revisten las características de ésta. Pero sí con una llamada de atención sobre la necesidad de mantener una adecuada distinción entre poderes económicos y poder político. Distinguir no significa excluir las relaciones entre ellos. Pero estas relaciones no deben conducir a la instrumentalización de uno por parte del otro. En una sociedad libre y democrática los poderes económicos y sociales van unidos a intereses particulares, legítimos pero particulares, y al poder político le corresponde establecer el marco para que esos intereses particulares se articulen con los intereses generales de la sociedad. Esto, que es tan claro en la teoría, es la "cruz" de la vida de cada día, para los políticos mismos y para los ciudadanos en general.