

La excepción a la exigencia de informe de valoración de aportaciones no dinerarias en OPAs de canje

(Publicado en La Ley Mercantil, n.º 22, 2016)

José Ruiz-Gallardón

- SUMARIO:**
- I. INTRODUCCIÓN.
 - II. LOS ANTECEDENTES. 1. La Segunda Directiva. 2. La Directiva 2009/109/CE. 3. El Real Decreto-ley 9/2012 y la Ley 1/2012.
 - III. LOS COMENTARIOS AL ARTÍCULO 69 E) LSC.
 - IV. LA PRIMA DE CONTROL.
 - V. FUNDAMENTO DE LA EXCEPCIÓN.
 - VI. UNA MENCIÓN AL INFORME SUSTITUTIVO DE LOS ADMINISTRADORES.

RESUMEN: Este trabajo analiza la excepción establecida en el artículo 69 e) de la Ley de Sociedades de Capital, que, en una ampliación de capital para emitir nuevas acciones como contraprestación de una OPA de canje, exime de la necesidad de que un experto acredite el valor de los títulos de la sociedad afectada que se aporten para desembolsar el aumento.

PALABRAS CLAVE: aumento de capital, aportaciones no dinerarias, OPA de canje, informe de experto, artículo 69 e) de la Ley de Sociedades de Capital.

ABSTRACT: This paper aims to analyse the exception provided for by Article 69 e) of the Spanish Companies Act that, in a capital increase undertaken to issue new shares to be paid in a public exchange offer, override the need for an expert to appraise the securities of the offeree company contributed to disburse such capital increase.

KEYWORDS: capital increase, in kind contributions, public exchange offer, expert report, Article 69 e) of the Spanish Companies Act.

I. INTRODUCCIÓN

De conformidad con lo establecido en el apartado e) del artículo 69 del Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital (en adelante, LSC), en ampliaciones de capital con aportaciones no dinerarias, el informe de experto que exige el artículo 67 LSC (informe que contendrá la descripción de la aportación y su valoración, y que expresará los criterios utilizados y si se corresponde con el valor nominal y, en su caso, con la prima de emisión de las

acciones que se emitan como contrapartida¹) no será necesario “cuando el aumento del capital social se realice con la finalidad de entregar las nuevas acciones a los accionistas de la sociedad que sea objeto de una oferta pública de adquisición de acciones”.

Así, en una ampliación de capital que tenga por objeto emitir nuevas acciones como contraprestación de una OPA de canje², no será necesario que un experto acredite que el valor atribuido a los títulos de la sociedad afectada que se aporten para desembolsar el aumento se corresponde con, al menos, el precio de emisión (nominal más prima) de las nuevas acciones emitidas por la sociedad oferente.

Analizar el alcance y significado de la excepción contenida en el artículo 69 e) LSC es el objeto del presente trabajo, dividido en cinco apartados. En el primero de ellos, se revisan los antecedentes normativos de la excepción (núm. II). En el segundo, se analiza la doctrina existente en relación con el artículo 69 e) LSC (núm. III). En el tercero, se explica brevemente el concepto de “prima de control” (núm. IV). En el cuarto, exponemos el que, a nuestro entender, es el fundamento de la excepción (núm. V). Y, finalmente, el trabajo concluye con una reflexión relativa a un particular del informe sustitutivo de los administradores previsto en el artículo 70 LSC (núm. VI).

II. LOS ANTECEDENTES

1. La Segunda Directiva

El origen de la excepción se encuentra en el artículo 27 (actualmente, artículo 31) de la Segunda Directiva 77/91/CEE del Consejo, de 13 de diciembre de 1976, tendente a coordinar, para hacerlas equivalentes, las garantías exigidas en los Estados miembros a las sociedades, definidas en el párrafo segundo del artículo 58 del Tratado, con el fin de proteger los intereses de los socios y terceros, en lo relativo a la constitución de la sociedad anónima, así como al

¹ Sobre el contenido de este informe, *vid.* DÍEZ DE LOS RÍOS FLORES, M.: «El informe del experto sobre valoración de la aportación no dineraria», en *Estudios jurídicos en memoria del profesor Emilio Beltrán. Liber Amicorum. T. I*, 2015, págs. 199-226, PEÑAS MOYANO, M. J.: «Artículo 67. Informe del experto», en *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* (dir. Rojo, A. y Beltrán, E.), T. I, Cizur Menor, 2011, págs. 634-335 y LOJENDIO OSBORNE, I., «Artículo 38. Aportaciones no dinerarias. Informe pericial», en *Comentario al régimen legal de las sociedades mercantiles. T.III. Vol. 3. Fundación de la sociedad anónima. Aportaciones sociales. (Art.36 a 41 de la LSA). Dividendos pasivos. (Art.42 a 46 de la LSA)*, Madrid, 1994, págs. 73-110.

² Sobre las características de una OPA de canje, *vid.* PÉREZ RENOVALES, J.: «Comentario al artículo 14. Contraprestación Ofrecida», en *Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio* (dir. García de Enterría, J. y Zurita y Sáenz de Navarrete, J.), Madrid, 2009, pág. 356 y ss. y CONDE VIÑUELAS, V. «Principales aspectos jurídicos de una oferta de canje de valores: la OPA de Banco Popular sobre Banco Pastor», en *Práctica Mercantil para Abogados 2013*, Madrid, 2013.

mantenimiento y modificaciones de su capital (en adelante, la Segunda Directiva).

El apartado 2 del mencionado artículo 27 de la Segunda Directiva, con el objeto de garantizar lo que comúnmente se denomina como “integridad del capital”, establece que las aportaciones no dinerarias deben ser previamente valoradas por uno o varios expertos independientes que reflejarán su valoración en el correspondiente informe.

No obstante, desde su promulgación en 1976 (por lo tanto, la norma lleva presente en el derecho comunitario casi cuarenta años), el apartado 3 del artículo 27 de la Segunda Directiva establece que “*los Estados miembros podrán no aplicar el apartado 2 cuando el aumento del capital suscrito se efectúe para realizar una fusión o una oferta pública de compra o de cambio con el fin de remunerar a los accionistas de una sociedad absorbida o a los accionistas de una sociedad objeto de la oferta pública de compra o de cambio*”(el subrayado es nuestro)³.

Se trata, por tanto, de una excepción que los Estados miembros pueden introducir en su legislación potestativamente. Nos consta que, además de España, han incorporado la excepción a su ordenamiento Chipre, Países Bajos, Reino Unido y Liechtenstein⁴.

2. La Directiva 2009/109/CE

La Directiva 2009/109/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 16 de septiembre de 2009, por la que se modifican las Directivas 77/91/CEE, 78/855/CEE y 82/891/CEE del Consejo y la Directiva 2005/56/CE en lo que se refiere a las obligaciones de información y documentación en el caso de las fusiones y escisiones, con el objeto de ampliar los casos en los que se eximía de informe de experto en ampliaciones de capital con aportaciones no dinerarias, modificó el antes mencionado artículo 27 de la Segunda Directiva para extender la exención de informe a operaciones de escisión.

3. El Real Decreto-ley 9/2012 y la Ley 1/2012

En España, la excepción a la exigencia de informe de valoración de aportaciones no dinerarias en OPAs de canje se incorpora con el Real Decreto-ley 9/2012, de 16 de marzo, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital (luego tramitado como proyecto de ley del que resultó la Ley 1/2012, de 22 de

³ Sobre la excepción prevista en la Segunda Directiva, *vid.* FERRAN, E.: «Formation of Share Capital», en *Principles of Corporate Finance Law*, Oxford, 2014, pág. 94.

⁴ *Vid.* VAN GERVEN, D.: *Capital Directive in Europe: The Rules on Incorporation and Capital of Limited Liability Companies*, Cambridge, 2014.

junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital)⁵.

Es significativo el contexto en el que se aprobó en mencionado Real Decreto-ley, cuyo objeto era trasponer la Directiva 2009/109/CE. En su exposición de motivos, se dice que “*el hecho de que el plazo de incorporación al Derecho español de la Directiva 2009/109/CE haya finalizado el pasado 30 de junio de 2011, justifica el recurso a la figura del real decreto-ley [...] por las graves consecuencias económicas de la multa que la Unión Europea impondría a España si persistiera el retraso en la transposición*”. Lo anterior es relevante para plantearse si, quizá, el legislador no reflexionó en profundidad sobre qué excepciones de la Directiva 2009/109/CE estaba incorporando, sino que simplemente incorporó el literal de la norma para no retrasar más la transposición. Así, al transponer la Directiva 2009/109/CE, el legislador español introdujo en nuestro ordenamiento las tres excepciones (fusión, escisión y OPAs) cuando, como se ha señalado, la excepción para OPAs y fusiones llevaba en la Segunda Directiva desde 1976.

III. LOS COMENTARIOS AL ARTÍCULO 69 E) LSC

Los comentarios al artículo 69 e) LSC son escasos. En su momento, con la aprobación del Real Decreto-ley 9/2012, algunos despachos de primera línea prepararon “circulares informativas” al respecto. En relación con el objeto del presente trabajo, hay dos en las que merece la pena detenerse:

- (A) La publicada por Cuatrecasas, Gonçalves Pereira en marzo de 2012⁶, que indicaba que “[c]onforme al nuevo artículo 69(e) LSC, en el aumento de capital que realice la sociedad oferente para emitir las acciones que se entregarán como contraprestación en la OPA, no se requerirá informe de experto”. Apuntaba la circular de Cuatrecasas que “[e]n la práctica, en las OPAs de canje ya se podía aplicar la excepción prevista en el artículo 69(a) LSC, que exime del informe del experto en los aumentos de capital por aportación no dineraria de valores mobiliarios cotizados en mercados secundarios oficiales”, aunque, como exponremos a continuación, ello no es del todo exacto.

⁵ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «La dispensa del informe del experto en las fusiones y escisiones tras la desafortunada reforma de la LME por el Real Decreto-ley 9/2012, de 16 de marzo», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, nº 11, 2012, págs. 9-40.

⁶ http://www.cuatrecasas.com/media_repository/docs/esp/nota_monografica_-_real_decreto-ley_9_2012_por_el_que_se_modifican_la_ley_de_sociedades_de_capital_y_la_ley_de_modificaciones_estructurales_518.pdf

- (B) La publicada por Gómez-Acebo & Pombo en marzo de 2012⁷, firmada por J. Juste Mencía, catedrático de Derecho Mercantil de la Universidad de Castilla-La Mancha, que, en relación con la excepción, indicaba —en similar línea a la de circular de Cuatrecasas— que *“al menos en una primera aproximación, la duda surge por el hecho de que la aportación no dineraria que nutre el capital social de la oferente estará constituida, necesariamente, por valores admitidos en un mercado secundario. Y este tipo de aportaciones ya están cubiertas por el art. 69.a LSC”*. No obstante, la circular de Gómez-Acebo & Pombo, en nuestra opinión, apuntaba con acierto que *“[c]uestión distinta, quizá, sea la de que el legislador entienda que el sobreprecio que necesariamente habrá de pagarse para que la OPA triunfe, pueda reflejarse directamente, y sin necesidad de ulteriores comprobaciones, en la formación del capital social”*.

Como se ha indicado, ambas circulares plantearon si la nueva excepción no estaba ya recogida en el artículo 69 a) LSC, que establece que, cuando la aportación no dineraria consista en valores mobiliarios que coticen en un mercado secundario oficial o en otro mercado regulado, *“estos bienes se valorarán al precio medio ponderado al que hubieran sido negociados en uno o varios mercados regulados en el último trimestre anterior a la fecha de la realización efectiva de la aportación, de acuerdo con la certificación emitida por la sociedad rectora del mercado secundario oficial o del mercado regulado de que se trate”*.

Pero, de ser así, ello llevaría a concluir que, para el caso del precepto objeto del presente trabajo (*i. e.*, el artículo 69 e) LSC), el sistema de valoración a aplicar sobre los valores aportados en un aumento coligado a una OPA de canje debe ser el mismo (*i. e.*, media ponderada trimestral). Y esa no puede ser la interpretación correcta, pues en un aumento de capital que se lleve a cabo para emitir nuevas acciones como contraprestación de una OPA de canje, para que la operación tenga sentido económico, los títulos de la sociedad afectada que la sociedad oferente reciba para desembolsar el aumento se deberán aportar al precio ofrecido en la OPA —que, con casi toda seguridad, incluirá una prima de control (*vid.* apartado IV siguiente)—, y no por referencia a la cotización.

Por el contrario, y en línea con lo que apunta J. Juste Mencía, entendemos que lo que introduce el artículo 69 e) LSC es la posibilidad de hacer un aumento de capital para emitir acciones que se entreguen como contraprestación en una OPA de canje sin, por supuesto, informe de experto, pero también sin referencia al valor medio ponderado, sino al precio de la OPA.

⁷ <http://www.gomezacebo-pombo.com/media/k2/attachments/REFORMA-DE-LA-NORMATIVA-SOBRE-FUSIONES-Y-ESCISIONES-POR-EL-RDL-9-2012-DE-16-DE-MARZO.pdf>

Otros comentarios al artículo que 69 e) LSC que merece la pena destacar son los siguientes:

- (A) E. Valpuesta⁸ señala, con acierto, en relación con la excepción del artículo 69 e) LSC que “[e]l precio de la OPA [...] no podrá ser alterado, una vez finalizada la OPA, por un informe de experto acerca del valor de las acciones de la sociedad objeto [...]”. Asimismo, el autor señala que “[c]uestión distinta es la posible responsabilidad de los administradores de la sociedad que lanza la OPA por haber fijado un precio demasiado alto, en su caso”.
- (B) A. Roncero⁹ afirma que la exoneración del informe de experto en aumentos de capital para emitir acciones como contraprestación de una OPA de canje podría justificarse (i) “bien por existir un valor de la aportación no dineraria perfectamente determinado o formado de manera objetiva por el mercado”, o (ii) “bien porque, por aplicación de otras normas, ha de intervenir un experto independiente que también se pronuncia específicamente sobre la valoración de la aportación no dineraria”.

A. Roncero descarta el segundo de los argumentos por entender que, si bien es cierto que la normativa de OPAs establece sistemas para la fijación y determinación del valor de la contraprestación ofrecida (*i. e.*, el llamado precio equitativo) —e incluso, en ciertos casos, que dicho valor se determine con la intervención de un experto independiente—, “dichas normas se dirigen a garantizar que el [...] titular de los valores de la oferta reciba una contraprestación adecuada [...] y no a asegurar que, en caso de permuta o canje de valores, los valores recibidos como contrapartida del aumento de capital realizado por el oferente se corresponda con el capital social”. Nótese además que en OPAs voluntarias (que pueden formularse también en forma de canje de valores) no es necesario formular la oferta a precio equitativo.

Así, y aunque el autor no lo afirma de forma contundente, parece vencer la tesis de que no es necesaria la intervención de un experto independiente, pues, en un aumento para emitir acciones como contraprestación de una OPA de canje, existe un valor de la aportación no

⁸ VALPUESTA, E.: *Comentarios a la Ley de Sociedades de Capital*, Madrid, 2013, págs. 205-219.

⁹ RONCERO, A.: «Ampliación de las excepciones a la exigencia de informe de experto en caso de aportaciones no dinerarias en sociedades anónimas», en *Las reformas de la Ley de Sociedades de Capital (Real Decreto Ley 13/2010, Ley 2/2011, Ley 25/2011 y Ley 1/2012)*, Cizur Menor, 2012, págs. 53-64.

dineraria formado de manera objetiva por el mercado (*vid.* apartado V siguiente).

Este autor señala finalmente además —en línea con E. Valpuesta— que *“la elaboración de un informe en estos casos resultaría ciertamente compleja dado que, la contraprestación ofrecida incluirá el sobreprecio derivado de la incorporación de la prima de control al precio de cotización”*.

IV. LA PRIMA DE CONTROL

Como hemos señalado, en una OPA de canje la contraprestación que se pague por las acciones objeto de la oferta no será —con casi toda probabilidad— equivalente a su precio de cotización, sino que incluirá además un sobreprecio comúnmente denominado “prima de control”.

¿Y qué es esa prima de control? Es el mayor valor que en una compañía se traslada desde las participaciones minoritarias a las participaciones mayoritarias que permiten acceder al control de la compañía. Así, en una misma compañía, el valor de cada acción de un accionista minoritario (que no tiene capacidad de intervenir en la gestión de la sociedad) no siempre es equivalente al valor de cada acción del accionista mayoritario (que, con su participación, gestiona la sociedad y se beneficia de su control). Poniendo un ejemplo numérico: en una sociedad que en su conjunto vale 100 euros, (i) una participación minoritaria del 10 % no necesariamente valdrá 10 euros, sino que seguramente tendrá un valor inferior; y (ii) una participación de control del 90 % no necesariamente valdrá 90 euros, sino que seguramente tendrá un valor superior. Ese mayor valor que se traslada desde la participación minoritaria a la mayoritaria es la prima de control.

Las razones que pueden llevar a un oferente a lanzar una OPA son diversas, pero es extremadamente raro que se realice una OPA exclusivamente con perspectiva de colocación de capital. Concurren casi siempre otros motivos para realizar la operación. Por ejemplo, la OPA puede responder a razones de concentración industrial, eliminación de competidores, búsqueda de nuevos mercados, reducción de costes, etc. Esos motivos, además de la necesidad de no hacer fracasar la oferta, son los que justifican el pago de la prima de control.

El mercado de capitales, como sistema eficiente, descuenta de los títulos cotizados esa prima¹⁰. Obviamente, ese descuento no es absoluto, sino que dependerá de las probabilidades de que se produzca una OPA. Si las

¹⁰ *Vid.* CRESPI, R. «Las ofertas de conversión de acciones ordinarias en acciones sin voto: aplicación al caso del Banco Guipuzcoano», *Moneda y Crédito*, n.º 197, 1993, págs. 167-196.

probabilidades de OPA son altas, el mercado tenderá a descontar una menor prima de control, y viceversa.

Por su parte, la normativa de OPAs busca garantizar que esa prima de control que el oferente está dispuesto a pagar se reparta de forma proporcional entre todos los destinatarios de la oferta¹¹.

V. FUNDAMENTO DE LA EXCEPCIÓN

En nuestra opinión, la justificación de la excepción prevista en el artículo 69 e) LSC (que se refiere a aumentos de capital coligados a OPAs de canje) es la misma que la de la excepción contemplada en el apartado 69 a) LSC (que se refiere a la aportación no dineraria de valores cotizados), y es que, en ambos casos, no es necesario el informe de experto, pues el valor de la aportación está formado de manera objetiva por el mercado.

En el supuesto del artículo 69 a) LSC, en el que, como se ha señalado, se prevé que, cuando la aportación no dineraria consista en valores cotizados, no será necesario contar con un informe de experto pues esos bienes se valorarán al precio medio trimestral ponderado, es obvio que el valor de la aportación está formado de manera objetiva por el mercado, puesto que se utiliza como referencia el precio de cotización¹².

Y este es también el caso del valor que se atribuye a los títulos de la sociedad afectada por la OPA de canje aportados para suscribir el correspondiente aumento, ya que dicho valor —que, como se ha expuesto, equivale al precio de la OPA— se forma objetivamente entre la sociedad oferente, que lanza la OPA, y el conjunto de accionistas de la sociedad afectada, que son libres de aceptar la oferta.

Las razones que llevarán a los accionistas de la sociedad afectada a aceptar o rechazar la OPA son múltiples y muy diferentes en cada caso y escenario¹³. Pero lo cierto es que, aunque el precio de la OPA sea siempre el mismo, cada vez que un accionista acepte la oferta, dicho precio se estará “acordando” entre dos partes no relacionadas. Y ello ocurre en un mercado dinámico —aunque acotado a los accionistas de la sociedad afectada— y en tantas ocasiones como aceptaciones se produzcan.

¹¹ Vid. PÉREZ RENOVALES, J.: «Comentario al artículo 9. Precio Equitativo», en *Comentario sistemático del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio* op. cit., pág. 233 y ss. y CAMPA, J.M.: «El mercado de control corporativo: Una perspectiva económica», *IESE Occasional Papers*, 2008 (<http://www.iese.edu/research/pdfs/OP-08-07.pdf>).

¹² En este sentido, vid. PEÑAS MOYANO, M. J.: «Artículo 69. Excepciones a la exigencia de informe», en *Comentario de la Ley de Sociedades de Capital* op. cit., pág. 645.

¹³ En relación con las razones que pueden llevar a un accionista a aceptar o rechazar una OPA, vid. ROQUEIRO, C. A.: «Regulación de la OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas», en *Monografía CNMV n.º 20, 2007*, págs. 13-29.

Así, creemos que el legislador ha entendido que el precio de la OPA, determinado de la manera descrita, se forma de manera objetiva y es un punto de referencia claro que no requiere de una confirmación posterior por un experto.

Obviamente, existe un riesgo de que se produzca una sobrevaloración de la aportación no dineraria —con el consecuente menoscabo a la integridad del capital— si la prima de control pagada en la OPA no estuviese justificada, pero ese riesgo estaría protegido por los mecanismos generales de tutela de los intereses de los accionistas de la sociedad oferente, y los perjuicios eventualmente causados por la sobrevaloración deberán ser corregidos en esa sede¹⁴. Asimismo, para evitar este riesgo, los administradores de la sociedad oferente podrán, por supuesto, apoyar su decisión de ofrecer un determinado precio en la OPA con informes de valoración (*fairness opinions*) de asesores financieros independientes emitidos al efecto.

VI. UNA MENCIÓN AL INFORME SUSTITUTIVO DE LOS ADMINISTRADORES

En ausencia de informe de experto, el artículo 70 LSC determina que los administradores deberán elaborar un informe sustitutivo de aquél, que contendrá (a) la descripción de la aportación, (b) el valor de la aportación, el origen de esa valoración y, cuando proceda, el método seguido para determinarla, (c) una declaración de que el valor obtenido corresponde, como mínimo, al número y al valor nominal y, en su caso, a la prima de emisión de las acciones emitidas como contrapartida y (d) una declaración de que no han aparecido circunstancias nuevas que puedan afectar a la valoración inicial.

En relación con ese informe sustitutivo, cabe señalar que, a nuestro entender, cuando el legislador introdujo la excepción del artículo 69 e) LSC debería haber aclarado que el requisito contenido en el apartado b) del artículo 70 LSC —que establece que “[s]i la aportación hubiera consistido en valores mobiliarios cotizados en mercado secundario oficial o del mercado regulado del que se trate o en instrumentos del mercado monetario, se unirá al informe la certificación emitida por su sociedad rectora”— sólo debe aplicarse en el supuesto de la excepción del artículo 69 a) LSC —que exime del informe del experto en aumentos por aportación no dineraria de valores mobiliarios cotizados en mercados secundarios oficiales; que se valorarán al precio medio ponderado trimestral—, pero no en el supuesto de la excepción del artículo 69 e) LSC, pues, como se ha expuesto, en ese supuesto el valor de la aportación se corresponderá con el precio ofrecido en contraprestación de los valores

¹⁴ Vid. FERNÁNDEZ DEL POZO, L.: «Examen crítico de la justificación de la regla de precio equitativo en nuestro Derecho societario y de OPA», *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n.º 4, 2009, págs. 9-39.

objeto de la oferta (que se pagará mediante la entrega de acciones de la sociedad oferente). Una aclaración de la norma en este sentido sería recomendable de *lege ferenda*.

*** *** ***