



Julio Lujambio
Socio de Corporate
de PÉREZ-LLORCA

**¿CÓMO CONTROLAR UNA
COTIZADA EN CASO DE FUSIÓN
CON OBJETIVO INDUSTRIAL O
EMPRESARIAL SIN LANZAR
UNA OPA?**

Cuando hablamos de OPAs y de cambio de control en sociedades cotizadas, es inevitable pensar en aquellos supuestos en los que el Real Decreto de OPAs permite que el cambio de control tenga lugar sin necesidad de lanzar un OPA. Uno de los supuestos más interesantes y que ha facilitado importantes operaciones corporativas ha sido la dispensa respecto de fusiones que no tienen como finalidad la toma de control, sino que tienen un objetivo industrial o empresarial. Este supuesto se encuentra escuetamente regulado en el artículo 8 g) del Real Decreto de OPAS.

Los precedentes son pocos, pero relevantes: Rayet sobre Afirma, Smithfield sobre Campofrío, Iberia sobre Vueling, Reig Jofre sobre Natraceutical y Siemens sobre Gamesa. En todos ellos, la CNMV ha apreciado la existencia de un motivo industrial o empresarial y ha dispensado la obligación de lanzar una oferta pública, a pesar de que ha habido un cambio de control.

Resulta evidente que la posición de la CNMV ha sido restrictiva a la hora de conceder la dispensa. Tan solo cinco precedentes en 10 años de vigencia del actual Real Decreto de OPAs. El criterio de la Comisión ha sido el de respetar la excepcionalidad de la dispensa para evitar la apertura de un camino paralelo a la oferta pública mediante una operación societaria.

El procedimiento para obtener la dispensa ha sido más o menos similar en todos los casos: las sociedades han aprobado la fusión y presentado una solicitud de dispensa, acompañada por informes emitidos por expertos independientes (asesor financiero y asesor jurídico) justificando el sentido empresarial o industrial de la fusión proyectada y concluyendo que no existe una acción concertada entre los accionistas de la entidad resultante.

Además del expediente formal y de la justificación del motivo industrial o empresarial, hay una serie de factores que se deben tener en cuenta en el momento de analizar una fusión que dé como resultado un cambio de control en una sociedad cotizada. Me voy a detener en tres de ellos que, en nuestra experiencia, han resultado relevantes a la hora de plantear este tipo de operaciones.

El primero de ellos es el tamaño de las sociedades participantes en la fusión. Una asimetría importante podría dar lugar a cuestionamientos válidos sobre el verdadero motivo industrial o empresarial. En particular, el hecho de que la sociedad cotizada en la que cambiará el control sea considerablemente más pequeña que la otra podría sugerir una motivación económica de efectos limitados, además de un posible abuso de una figura llamada a ser excepcional.

El segundo factor son los compromisos que el accionista mayoritario de la sociedad resultante de la fusión asume voluntariamente para demostrar que no hay una intención de control detrás de la fusión, además de minimizar o anular los efectos del cambio de control. Los precedentes incluyen la renuncia a cualquier acuerdo de concertación con otros accionistas y, principalmente, la limitación del ejercicio de los derechos de voto.

Finalmente, el tercer factor relevante es el compromiso que adquiere el accionista mayoritario para revertir la situación de control conseguida de forma involuntaria.

Además de los precedentes mencionados, a la CNMV se le han planteado otros supuestos que no han contado con su visto bueno, ya sea porque no se apreciaba un motivo industrial o comercial suficientemente robusto o porque los compromisos que el accionista mayoritario estaba dispuesto a asumir no eran suficientes para matizar, minimizar y, en última instancia deshacer, el cambio de control.



Jesús Conde
Socio de Inmobiliario
de ARAOZ & RUEDA

**EL CAPITAL RIESGO ANTE EL NUEVO MERCADO INMOBILIARIO:
INCERTIDUMBRES Y OPORTUNIDADES**

Recordar la historia del capital riesgo en el mercado inmobiliario español equivaldría a recorrer el trayecto que condujo a la gran época del inmobiliario a principios del siglo XXI, su caída, recuperación y actual nuevo ascenso.

Esa nueva vida ha llevado al private equity inmobiliario a, en algunos casos, afianzar su inversión hasta convertirse en uno de los actores principales de la tenencia y gestión de inmuebles en España. Especialmente en el nicho residencial, las altas rentabilidades potenciales y la relativa facilidad en la salida han devuelto al capital riesgo a un sector que tras la crisis fue súbitamente olvidado. De hecho, son muchos los analistas que sitúan la llegada sostenida en el tiempo del private equity durante los últimos años como uno de los factores que han llevado, en unas pocas decenas de meses, a una subida de precios que en muchos casos se considera más que proporcional al capital inyectado.

He ahí, en definitiva, uno de los principales riesgos de la siempre compleja relación entre el capital riesgo y el inmobiliario. Es éste un mercado que, por razones históricas (y otras quizás más ligadas a la idiosincrasia del propietario español), responde rápidamente al incremento de la actividad en forma de veloces incrementos en el precio. Pero, al mismo tiempo, se ha visto siempre muy condicionado a la percepción inquisitiva de los inversores. Cuando en 2013-2014 se decía que los parámetros básicos de la economía española (los tan manoseados fundamentals) no habían cambiado tanto como para justificar el regreso de la inversión inmobiliaria, se reconocía también que España se volvía a ver como un campo de oportunidades, primero para las operaciones oportunistas y luego para las de mayor vocación de permanencia. Esa percepción, en definitiva, está inevitablemente ligada a los niveles de precio y de hipotética rentabilidad. Ello lleva a la consideración preliminar de que el inmobiliario español, en fin, seguirá siendo atractivo en tanto que y mientras lo siga siendo para la particular mirada del capital riesgo.

Otras posibles incertidumbres se refieren a la situación política y sus vaivenes. Si las evidentes virtudes del inmobiliario en España (rentabilidad, variedad, liquidez) han conseguido hacer olvidar la agresiva fiscalidad que se ha impuesto a su adquisición, la aparente tendencia del gobierno actual y sus aliados a forzar aún más ese engranaje recaudatorio puede generar un incremento de costes de transacción y – de nuevo, y aún peor – un empeoramiento de la percepción del inversor foráneo al respecto.

Las oportunidades, con todo, siguen presentes. Si, como hemos visto, algunos sectores se han recalentado con excesiva rapidez, hay otros donde el margen de crecimiento desde la perspectiva del capital riesgo es evidente. Áreas hasta hace poco denominadas como “alternativas” reclaman ahora por derecho propio el interés de los inversores. Todo el amplio mundo del sector hotelero y su vinculación al turismo como motor subterráneo, junto con otros menos obvios pero progresivamente conocidos: el inmobiliario sanitario (hospitales propiamente dichos, residencias y productos híbridos a veces más cercanos a los apartamentos de lujo), las residencias de estudiantes (donde, a pesar de la necesidad de un fuerte impulso de capital inicial, se unen una robusta rentabilidad y un horizonte adecuado de inversión) y los llamados hostels u hoteles juveniles vinculados a la afluencia constante de visitantes a las grandes ciudades.

La estrella de la función sigue siendo, no obstante, el residencial, tanto en su formato de promoción como de rehabilitación y gestión. Es ahí donde grandes firmas del capital riesgo internacional han centrado su foco hasta, como decíamos al principio, convertirse en algunos de los principales operadores y propietarios de suelo y vivienda. Es en este campo donde la simbiosis con otros actores locales (constructores, promotores, gestores o recuperadores de créditos cuando el activo adquirido no es el inmueble sino el préstamo que aquél garantiza) ha mostrado el dinamismo y las innegables posibilidades del sector inmobiliario en España. Posibilidades también relacionadas con un mercado con una elevada seguridad jurídica (nuestro sistema de acreditación de títulos sobre inmuebles es incomparablemente mejor que el de otras jurisdicciones más famosas).

Hay, claro está, otros factores a valorar que un recorrido rápido no permite analizar en detalle: la evolución del papel de los bancos desde grandes propietarios y gestores de inmuebles hasta el retorno a sus funciones de financiación (evolución no culminada y que sigue marcando en mayor o menor medida el mercado), el papel de los llamados NPLs esbozado arriba o el futuro rol de las Socimis como nuevos focos de inversión y captación de ahorro inmobiliario.

Una posible conclusión debería llevar al optimismo. Las variables actuales siguen marcando una tendencia de mantenimiento de la inversión y de atracción de nuevos operadores. En cualquiera de sus formatos, parece que la historia del mercado inmobiliario español seguirá unida, esperemos que por un largo tiempo, a la del capital riesgo.