

La suspensión de la opa de Gas Natural sobre Endesa y los intereses en juego

(Comentarios al Auto de la Sala de la Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo de 28 de abril de 2006, por el que se suspende el acuerdo del Consejo de Ministros de aprobación de la operación de concentración derivada de la opa de Gas Natural sobre Endesa)¹

**Fernando Zunzunegui,
Universidad Carlos III**

I.- Introducción

La operación de concentración económica promovida por Gas Natural para adquirir mediante una oferta pública de adquisición el control de Endesa ha dado lugar a una frenética actividad por parte de los administradores de Endesa tendente a poner obstáculos al normal desarrollo de la operación de concentración y de la consiguiente opa. Una de las actuaciones más significativas, y de la que nos ocupamos en el presente comentario, es la relativa a la impugnación de la autorización administrativa de la concentración.

La autorización administrativa de la concentración es un trámite necesario en el proceso de opa, de tal modo que la suspensión del acuerdo de autorización supone necesariamente la suspensión de la opa.

La suspensión de la autorización de la operación de concentración afecta por un lado, al mercado energético, o con mayor claridad, a la concurrencia empresarial en el mercado de la energía, y, de otro, al mercado de valores, pues la paralización de la opa afecta no sólo a los derechos subjetivos de Gas Natural, empresa oferente y a los accionistas a los que se dirige la oferta, los de Endesa, sino también al buen funcionamiento del mercado de valores.

Endesa interpuso recurso ante la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo contra el acuerdo del Consejo de Ministros de 3 de febrero de 2006, de autorización con sujeción a determinadas condiciones de la operación de concentración económica derivada de la oferta pública de adquisición de Gas Natural sobre Endesa,

solicitando Endesa la suspensión cautelar del citado acuerdo.

El acuerdo del Consejo de Ministros que se impugna es una decisión de política económica que se aparta de forma motivada de los informes técnicos emitidos por el Tribunal de Defensa de la Competencia y la Comisión Nacional de la Energía.

Endesa, como entidad mercantil, tiene derecho a obtener la tutela judicial efectiva, derecho que se ejerce a través de sus administradores a los que los accionistas otorgan la defensa de los intereses sociales. Pero no pueden los administradores, bajo el pretexto de la defensa del interés de la sociedad, defender su propio interés en mantener su posición en la sociedad, aunque lo hagan indirectamente aludiendo al interés en preservar la continuidad de la empresa.

Recibidas las alegaciones de las partes personadas y del Abogado del Estado, la Sala de lo Contencioso-Administrativo del Tribunal Supremo mediante auto de 28 de abril de 2006, acordó la suspensión solicitada por Endesa, con tres votos particulares, entre los que destaca el del Presidente de la sala Ramón Trillo.

II.- Resolución de la mayoría

La resolución de la mayoría recoge una síntesis del régimen de la justicia cautelar y, en particular, del régimen y doctrina jurisprudencial aplicable a las suspensiones cautelares de autorizaciones administrativas de concentraciones económicas.

Para la determinación de la medida cautelar de suspensión de la autorización de la concentración económica entre Gas Natural y Endesa, mediante opa de la primera sobre la segunda, debe concurrir por un lado el denominado «*periculum in mora*», es decir, el riesgo de que la ejecución del acuerdo pueda hacer perder su finalidad al recurso derivada de la irreversibilidad de la concentración, y, de otro lado, y el «*fumus boni iuris*» o apariencia de buen derecho de la pretensión, atendiendo a la adecuada ponderación de los intereses que puedan verse afectados por la medida.

Pero la resolución de la mayoría se separa de los criterios enunciados al entrar en el fondo del asunto, prejuzgando el carácter anticompetitivo de la concentración, sin atender a la adecuada ponderación de los intereses generales y particulares dignos de protección. Veamos a continuación cuales son sus principales fundamentos.

Para la resolución de la mayoría existe una doble dimensión en la operación de concentración: la mercantil propia de la opa y la que califica de «competencial», mejor llamada concurrencial. Es decir que habría, desde este perspectiva, dos tipos de intereses a valorar como dignos de tutela en el momento de acordar la suspensión. Por un lado estaría el interés mercantil de una oferta pública de adquisición, y de otro el interés por preservar la concurrencia en el mercado de la energía. Acierta esta resolución al decir que, en la dimensión mercantil de la opa, aunque prime el interés de los accionistas, se contiene también un interés público “representado por la seguridad y fiabilidad de los mercados secundarios de valores”. Para concluir que en este ámbito de los mercados oficiales también tiene cabida la justicia cautelar.

De conformidad con el criterio anterior descarta la alegación de parte de que la admisión de la suspensión de la operación de concentración “sería funesta para el mercado de valores al crear un precedente que retraería a cualquier empresa en el futuro a formular una opa hostil”. Los principios generales de la justicia cautelar también se aplican ante medidas, como la suspensión de una opa, que pueden afectar y afectan al funcionamiento del mercado de valores. Pero esta declaración se hace sin la necesaria matización de que lo que Endesa impugna es la autorización de la concentración económica y no la opa. Aunque más adelante aclara que estamos ante “una autorización administrativa inserta en el procedimiento mercantil que se desarrolla en el mercado

bursátil y cuya denegación determina que ese procedimiento no pueda seguir adelante.”

En este apartado, dentro del examen de los intereses en juego, descarta la resolución de la mayoría que el “interés de los accionistas”, la “libertad de empresa” o la “transparencia y agilidad del mercado de valores” deban prevalecer sobre el “interés más extenso e intenso de todos los consumidores y usuarios”. Según esta resolución el “mantenimiento de un mercado competitivo” es el interés que debe prevalecer. Ese interés es, según su criterio, “previo a la libertad de empresa”. Y llega a decir, contraponiendo el interés en el buen funcionamiento del mercado de valores y la defensa de la competencia, que “cualquiera que sea el número de inversores en Bolsa a los que pueda afectar la operación, siempre será menor que el de los usuarios, ya que en los mercados de la electricidad y el gas están afectados todos los residentes en España”.

Esta valoración de los intereses en conflicto no puede ser compartida. En primer lugar, la regulación de la competencia es un objetivo, con autoridades y legislación propia, distinto al de la protección de los consumidores. Es cierto que los consumidores adquieren autonomía y pueden ejercer mejor sus derechos en un régimen de libre concurrencia. Pero no siempre es así. Por ejemplo, la regulación de los sistemas de pago con tarjetas se aparta en buena medida de la libre concurrencia y esto es así porque se considera que determinadas medidas, como la prohibición de discriminación entre medios de pago y la fijación unilateral de las tasas de intercambio, aunque restrictivas de la competencia, sirven a la protección de los intereses de los consumidores. Luego no siempre coinciden los objetivos de protección de los consumidores con los objetivos de defensa de la competencia.

En segundo lugar, la libre concurrencia no es previa a la libertad de empresa. Todo lo contrario. Primero hay que asegurar la libre iniciativa económica y la libertad de empresa, y después la concurrencia en el mercado. Si no hay libertad de empresa no habrá mercado ni concurrencia de empresas en el mercado.

En tercer lugar, la valoración de los intereses no puede hacerse aplicando criterios cuantitativos. Lo esencial es la cualidad de los intereses afectados. Entre el interés general en garantizar la concurrencia en el mercado y el interés general en preservar el buen funcionamiento del mercado de valores, no hay diferencias de grado y por esta razón, no puede

considerarse que haya que sacrificar uno a favor del otro. Hay que garantizar la concurrencia sin dañar el mercado de valores. Ante una medida, como la suspensión de la autorización de una concentración económica que afecta a ambos mercados, lo que habrá que buscar es una solución equilibrada que en ningún caso sacrifique un interés en aras a la protección del otro. La libre concurrencia en el mercado y la eficiencia del mercado de valores forman parte de nuestro sistema económico, y son piezas esenciales del mismo.

Tras analizar los informes preceptivos de la Comisión Nacional de la Energía y del Tribunal de Defensa de la Competencia, la resolución de la mayoría destaca el “grave perjuicio que la operación de control supone para el mantenimiento de la competencia en la práctica totalidad de los mercados concernidos”. Son perjuicios que comenzarán a producirse “desde la liquidación de la opa”, que “se producirán de inmediato, e incluso no desaparecerán con las medidas propuestas” y, además, “no puede desconocerse la irreversibilidad de los perjuicios que con la operación se producirían a la empresa recurrente”, es decir, a Endesa.

De conformidad con los fundamentos descritos, se acuerda por la mayoría de los magistrados de la Sala la suspensión del acuerdo del Consejo de Ministros que autorizó la operación de concentración.

III.- Votos particulares

Entre los tres votos particulares, destaca por su rigor y claridad el del Presidente de la Sala, Ramón Trillo, al que se adhiere, con redacción propia el de Fernando Ledesma, con adhesión de otros once magistrados de la Sala a los dos votos anteriores. De forma separada presenta su voto Manuel Vicente Garzón, y lo hace por vulnerar la resolución de la mayoría los criterios legales y jurisprudenciales establecidos para acordar este tipo de medidas cautelares.

Vamos a ocuparnos aquí, por su importancia, ratificada por las numerosas adhesiones, del voto particular del Presidente de la Sala, Ramón Trillo.

Destaca Trillo en su voto que las medidas cautelares deben adoptarse sin prejuzgar la cuestión de fondo. La apariencia de buen derecho como fundamento para la adopción de medidas cautelares sólo cabe en determinados supuestos: en aquellos casos en que la solidez de la acción

resulta evidente y rotunda, lo que no sucede en el caso de la concentración energética objeto del acuerdo del Consejo de Ministros impugnado por Endesa. La invocación a la apariencia de buen derecho reviste una utilidad limitada a “iluminar y sostener el juicio valorativo sobre los intereses en conflicto”. En su opinión la resolución mayoritaria se separa de esta doctrina al haber sido determinante en la adopción de la medida cautelar la apariencia de buen derecho de Endesa. Además, lo hace sin analizar el acuerdo impugnado, que Trillo con detenimiento examina al efecto de desvirtuar, por si hiciera falta, la apariencia de buen derecho de Endesa.

Además critica Trillo que la resolución mayoritaria pretenda examinar el acuerdo del Consejo de Ministros de forma aislada, como si fuera algo independiente de la operación de concentración, ya que resulta obligado realizar el enjuiciamiento del acuerdo del Consejo de Ministros en conexión con la operación de concentración entre empresas cotizadas. Opinión que compartimos pues hay aquí dos mercados afectados por la medida de suspensión el de la energía y el del mercado de valores, de los que surgen diversos intereses generales a valorar en el momento de adoptar la medida cautelar.

El objetivo del acuerdo del Consejo de Ministros ha sido, según se declara en el mismo, y nos recuerda el voto particular, “compensar los posibles efectos restrictivos sobre la competencia efectiva derivados de la operación de concentración”. Queda así precisado el interés público que ha guiado al Gobierno. Pero la medida de suspensión de la autorización debe también valorar los demás intereses afectados por la medida, entre los que se encuentran además de la garantía de una competencia suficiente en el mercado de la energía, los del mercado de valores.

Al igual que la mayoría, Trillo distingue entre el interés general en la defensa de la competencia y el interés particular de quienes son parte en los negocios transmisivos de las acciones que tienen lugar en la opa.

Pero en esta enumeración de los intereses en juego, relevantes a efectos de la adopción de la medida cautelar, no se encuentra el de los administradores interesados en la pervivencia de la sociedad. Muy al contrario, como muy bien dice el voto particular, el interés en la pervivencia de la empresa, en cuanto concreta organización orientada a un fin, resulta incluso contrario al régimen de las opas. Esta argumentación requiere un comentario adicional

sobre los principios que inspiran el régimen de las opas.

Las opas actúan de policías en el mercado de valores permitiendo apartar del mercado a los malos gestores. Desde el momento de la adquisición del control, hay múltiples opciones que se presentan para el adquirente, desde mantener la estructura de la empresa, hasta reorganizar la gestión o proceder a la liquidación de la empresa. La adquisición del control a través de un opa permite al adquirente, de forma perfectamente lícita y respaldada por la legislación del mercado de valores, dar un empleo más eficiente al capital y trabajo que conforman la empresa cuyo control se ha adquirido. La eficiencia económica que pretende conseguirse a través del régimen de las opas en el mercado de valores está en contradicción con el reconocimiento de una legitimidad por parte de los administradores de la sociedad objeto de opa para que utilicen el dinero de la sociedad con el fin de preparar todo tipo de acciones judiciales con el objetivo declarado de preservar la organización social. Actuar de este modo sería contrario al principio de eficiencia económica que preside el régimen de las opas. Y ese ha sido el planteamiento principal mantenido por el consejo de Endesa para justificar la impugnación, alegando públicamente que el objetivo final de su acción es preservar la organización y la estructura de la empresa.

El «interés de la sociedad», mencionado expresamente en el art. 127.bis de la Ley de Sociedades Anónimas, que debe presidir la actuación de los administradores, no puede confundirse en ningún caso con el interés de los administradores en preservar la estructura de la empresa y de este modo mantener sus puestos en el consejo.

Se podrá discutir si el interés social coincide exclusivamente con el de los accionistas (*shareholders*), o si, atendiendo a la más moderna doctrina del gobierno corporativo, hay también que contemplar otros intereses, como el de los trabajadores, proveedores o clientes, igualmente interesados en la marcha de la sociedad (*stakeholders*). Pero lo que esta fuera de toda discusión y debe ser rechazado es que el interés particular de los administradores en preservar la estructura de la empresas sea un interés autónomo que pueda integrarse, y mucho menos sustituir, al interés social, de accionistas y otros interesados.

Los administradores representan a los accionistas. Esta afirmación sigue siendo válida

incluso si adoptamos el concepto amplio de interés social, lo que supondría para los administradores atender también de algún modo los intereses de otros interesados en la marcha de la sociedad. Lo que no pueden hacer en ningún caso el consejo de una sociedad cotizada, como se mantiene en el voto particular, es pretender convertirse en tutores de los accionistas, como si los accionistas fueran sujetos carentes de voluntad incapaces de defender sus propios intereses.

Esto es precisamente lo que parece pretender el consejo de administración de Endesa mediante la impugnación del acuerdo que autoriza la concentración energética y da vía libre a la opa. Su acción se encaminada a un objetivo principal: la preservación de Endesa con su estructura actual, impidiendo a los destinatarios de la opa, que son los accionistas de Endesa, decidir, como personas mayores de edad, sobre si aceptan o no la opa.

Hay dos disposiciones, citadas oportunamente en el voto particular, que precisan cual es la función del consejo en caso de opa. Una es el art. 9.2 de la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril, de opas, que al regular la actuación del consejo de administración de la sociedad afectada por una opa establece que deberá obtener autorización previa de la junta general de accionistas "*antes de emprender cualquier acción que pueda impedir el éxito de la oferta, con excepción de la búsqueda de otras ofertas*". Es cierto que todavía no hay norma de transposición al Derecho español de esta directiva y que por tanto no resultaría aplicable a la opa de Gas Natural sobre Endesa, pero no es menos cierto que recoge un principio, de alineación de la actuación de los administradores con la voluntad de los accionistas, presente en nuestra legislación societaria y del mercado de valores.

La otra es la recogida en el art. 14 del Real Decreto 1197/1991, que establece en desarrollo de lo dispuesto en el art. 60 de la Ley del mercado de valores, que "*a partir de la publicación de la suspensión de la negociación de las acciones de la sociedad afectada y hasta la publicación del resultado de la oferta, el órgano de administración de la sociedad afectada se abstendrá de realizar o concertar cualesquiera operaciones que no sean propias de la actividad ordinaria de la sociedad o que tengan por objeto principal perturbar el desarrollo de la oferta, debiendo en todo momento hacer prevalecer los intereses de los accionistas sobre los suyos propios*".

Como muy bien nos dice Trillo, formulada la opa queda en manos de los accionistas de la sociedad afectada decidir si aceptan o no aceptan la oferta. Los administradores de Endesa, al erigirse en tutores de los accionistas de la sociedad, han suplantando su voluntad y se han extralimitado en sus funciones.

Pero no hay aquí un exclusivo interés privado, el del oferente y el de los accionistas a los que la oferta se dirige, a tener en cuenta al decidir sobre la suspensión. Junto a los derechos subjetivos de los accionistas de Endesa existe el interés general del mercado en garantizar el buen funcionamiento del denominado mercado de control de sociedades (*market for corporate control*), lo cual exige establecer y garantizar una relación directa entre el oferente y los accionistas de la sociedad afectada. Pieza esencial de esta garantía es la obligación de pasividad del consejo de la sociedad afectada en caso de opa, de modo que la actuación del consejo no pueda obstaculizar el normal desarrollo del procedimiento de opa, en interés de los accionistas, del oferente y del conjunto del mercado de valores.

Las opas pueden ser amistosas, cuando cuentan con el informe favorable de los administradores de la sociedad afectada, pero también pueden ser hostiles, es decir, formuladas en contra de la opinión de los administradores de la sociedad afectada. Las hostiles son las que mejor expresan los objetivos del régimen de opas, pues, son estas opas, las que permiten apartar del mercado a gestores ineficientes, incluso contra su voluntad. Hay un interés especial del mercado en permitir opas hostiles, pues constituyen la mejor forma de defender a los accionistas frente a gestores ineficientes, contribuyendo al mismo tiempo a la mejor asignación de los recursos económicos. Son estos principios de protección del inversor y de eficiencia económica los que justifican las medidas legales que imponen la pasividad del consejo, con el fin de que no puedan entorpecer el normal desarrollo de las opas una vez formuladas.

Ante una opa hostil, los administradores de la sociedad afectada se encuentran en conflicto de intereses: entre el interés de los accionistas y el suyo propio. Por un lado deben representar los intereses de los accionistas y favorecer el normal desarrollo de la oferta con el fin de que los accionistas puedan, si así lo deciden, vender sus acciones, con ganancia de una prima sobre el valor de la cotización de las acciones anterior a

la formulación de la oferta. Pero por otro lado, tendrán un interés particular en preservar la estructura de la empresa y mantener su puesto en el consejo. Para superar este conflicto se establece el deber de abstención, incardinado en el deber general de lealtad de los administradores. Como sabemos hay un deber general de lealtad de los administradores que impone la obligación de abstenerse de operar en caso de conflicto de interés entre el de la sociedad y el del administrador. Esto ha sido desarrollado en el art. 127.ter de la LSA según el cual: *“Los administradores deberán comunicar al consejo de administración cualquier situación de conflicto, directo o indirecto, que pudieran tener, con el interés de la sociedad. En caso de conflicto, el administrador afectado se abstendrá de intervenir en la operación a que el conflicto se refiera.”*

Las consideraciones expresadas por Ramón Trillo son compartidas por Fernando Ledesma, quién en su voto particular considera que la finalidad legítima del recurso es la tutela del interés público concernido, consistente en la defensa de la competencia efectiva, y de los privados afectados, que, en su opinión, son los de los accionistas que aspiran a poder vender sus títulos en las mejores condiciones; por lo que no son titulares del derecho a la justicia cautelar los derechos de los administradores de Endesa, que, además, pueden estar en contradicción con los de sus accionistas. Concluyendo Ledesma que la no suspensión realizaría mejor los intereses públicos y privados en conflicto pues hay más apariencia de buen derecho en el acuerdo del Consejo de Ministros recurrido que en la pretensión impugnatoria. Por el contrario la suspensión del acuerdo afectaría a la fiabilidad y previsibilidad del mercado de valores y a los accionistas a los que la opa se dirige. Acabando por acoger en su voto las alegaciones del Abogado del Estado según el cual *“la suspensión viene a impedir la defensa de la competencia efectiva, a introducir un grave elemento de incertidumbre en el tráfico bursátil y a lesionar los principios de seguridad jurídica y de libertad de empresa”*.

IV.- Reconsideración final

En la adopción de la suspensión cautelar del acuerdo del Consejo de Ministros de autorización de la concentración en el mercado de la energía a llevar a cabo mediante opa de Gas Natural sobre Endesa, se suscitan diversos intereses públicos y privados afectados por la operación. Precisamente el aspecto más controvertido del auto que comentamos es la determinación de los

intereses en conflicto y su valoración a efectos de la adopción de la medida cautelar.

Hay un interés público en garantizar una competencia suficiente y el progreso económico y social. Este interés tiene dos vertientes. Por un lado, la más técnica, cuya protección corresponde principalmente al Tribunal de Defensa de la Competencia, como administración independiente especializada en garantizar la libre concurrencia en el mercado, y a la Comisión Nacional de la Energía, organismo técnico especializado en el producto que le da nombre, y, de otro, el interés político del Gobierno, en asegurar un equilibrio entre el progreso económico y una competencia razonable en casos de operaciones de concentración económica.

El Gobierno al autorizar la concentración debe seguir los criterios técnicos expresados por el Tribunal de Defensa de la Competencia y la Comisión Nacional de la Energía, pero desde su propia perspectiva, como responsable de la política económica. Su juicio goza de cierta discrecionalidad, pues se trata de un juicio político que no tiene porque coincidir necesariamente con los criterios técnicos del Tribunal de Defensa de la Competencia y de la Comisión Nacional de la Energía. Estos organismos al decidir no han debido tener en cuenta los aspectos políticos de la operación de concentración, es decir, de cómo el progreso económico y social se puede ver afectado por la operación de concentración. La razón de que se reserven al gobierno estas decisiones es precisamente la de añadir al puro criterio técnico de los especialistas, los criterios políticos generales.

Pero, en este caso, se trata de una concentración entre empresas cotizadas, que se formula como una opa. Entra por lo tanto también en juego el interés general en el buen funcionamiento del mercado de valores. La autorización del gobierno es un trámite administrativo en el proceso de oferta pública. De tal modo que la suspensión del acuerdo de autorización de la concentración económica tiene el efecto de suspender la opa. Por esta razón, al decidir sobre la suspensión de la concentración hay que valorar necesariamente los intereses relativos al buen funcionamiento del mercado de valores.

En relación con este interés, de preservar la eficiencia del mercado de valores, no está justificada la actuación de los administradores de Endesa, como sociedad afectada por la opa,

tendente a preservar la estructura de la empresa y sus puestos en el consejo de administración. Hay una obligación de pasividad del consejo, quedando prohibido iniciar cualquier tipo de acción cuya finalidad sea entorpecer la oferta, salvo acuerdo en junta de los accionistas, en el que se manifieste cual sea su verdadera voluntad. El régimen de las opas se dirige a fortalecer la eficiencia del mercado, permitiendo apartar del mercado a los gestores ineficientes y reestructurar la empresas, incluso mediante su liquidación.

Por lo demás hay intereses privados afectados por la opa, que también deben ser tenidos en cuenta al decidir sobre la suspensión. Nos estamos refiriendo a los derechos subjetivos de Gas Natural como oferente y a los accionistas de Endesa como destinatarios de la oferta. Y en este punto tampoco se ha preservado por parte de los administradores de Endesa este interés, pues han actuado como tutores de los accionistas de Endesa, suplantando su voluntad e impidiendo que ejerzan su derecho a aceptar o rechazar en la opa la oferta de compra de las acciones de su propiedad. Los administradores de Endesa son legalmente los representantes legales de la sociedad y están, por lo tanto, legitimados para interponer la acción de impugnación del acuerdo de autorización de la concentración necesario para culminar el proceso de opa. Lo que el sistema de la ley no respalda es la actuación de los administradores como tutores de los accionistas, suplantando su voluntad y privándoles de decidir lo que resulte más favorable a sus intereses. No hay un interés relativo a “preservar la empresa” relevante a efectos de valorar la estimación de la impugnación. Todo lo contrario, esa suplantación de voluntades debe ser rechazada, por anteponer el interés propio de los administradores al interés de los accionistas, destinatarios de la opa. Hay legitimación activa para actuar pero faltan las razones de fondo que justifiquen una estrategia de oposición sistemática al normal desarrollo del proceso de oferta pública, a través de las más diversas acciones judiciales entre las que destaca la de impugnación de la autorización administrativa de la concentración objeto de estas líneas.

Fernando Zunzunegui,

fernando@zunzunegui.net

¹ Publicado en El Derecho, Diario de Jurisprudencia, miércoles 5 de julio de 2006, p.1-5.