



Universidad de Oviedo  
FACULTAD DE ECONOMÍA Y EMPRESA

**GRADO EN DERECHO Y ADE**

**CURSO ACADÉMICO 2023/2024**

**TRABAJO FIN DE GRADO**

**FUSIONES Y ADQUISICIONES: ANÁLISIS DE LA OPA  
COMPETIDORA SOBRE APPLUS SERVICES**

**LUCÍA BRIZ LÓPEZ**

OVIEDO, 1 DE JULIO DE 2024

**DECLARACIÓN DE ACUERDO CON EL ARTÍCULO 8.3 DEL REGLAMENTO SOBRE LA ASIGNATURA TRABAJO FIN DE GRADO**

Yo, Lucía Briz López, con DNI

**DECLARO**

que el TFG titulado «Fusiones y adquisiciones: análisis de la OPA competidora sobre Applus Services» es una obra original, de mi propia autoría y que he referenciado debidamente todas las fuentes utilizadas, no habiendo recurrido al plagio, a la realización del trabajo por persona distinta del propio estudiante ni a ningún otro medio fraudulento de elaboración, incluidos los basados en sistemas de inteligencia artificial.

1 de julio de 2024

# **FUSIONES Y ADQUISICIONES: ANÁLISIS DE LA OPA COMPETIDORA SOBRE APPLUS SERVICES**

## **RESUMEN**

Las fusiones y adquisiciones (F&A) constituyen las principales vías de crecimiento inorgánico de las empresas, impulsadas por motivos que pueden ir desde la obtención de sinergias hasta la existencia de costes de agencia en la compañía adquirente o en la adquirida. Concretamente, las ofertas públicas de adquisición (OPA) son el método más generalizado para la toma de control de sociedades, aunque, como se verá, pueden cumplir otras finalidades.

En el presente trabajo se revisará la teoría relativa a las F&A, su evolución a lo largo del tiempo, las causas que las motivan y los factores que influyen en su tasa de éxito, así como el régimen jurídico actual de las OPA en España. Por último, se analizará el caso español de la OPA competidora sobre Applus para ilustrar las particularidades de los procesos competitivos de adquisición de empresas y los efectos de la puja por el control societario.

# **MERGERS AND ACQUISITIONS: ANALYSIS OF THE COMPETING TAKEOVER BID FOR APPLUS SERVICES**

## **ABSTRACT**

Mergers and acquisitions (M&A) are the main avenues for inorganic growth of companies, driven by reasons ranging from the obtainment of synergies to the existence of agency costs either in the acquiring or the acquired company. Specifically, tender offers are the most widespread method for gaining control of companies, although it will be seen that they can also serve other purposes.

This paper will review the theory regarding M&A, their evolution over time, the causes by which they can be driven and the factors that may influence their success rate, as well as the current legal regime of tender offers in Spain. To finish off, the Spanish case of the competing takeover bid for Applus will be analyzed to illustrate the particularities of competitive company acquisition processes as well as the effects of the bid for corporate control.

# ABREVIATURAS Y ACRÓNIMOS

CNMV .....	Comisión Nacional del Mercado de Valores
F&A .....	Fusiones y adquisiciones
HR .....	Hecho relevante
M&A .....	Mergers and acquisitions
OPA .....	Oferta pública de adquisición
RD .....	Real Decreto
SIBE .....	Sistema de Interconexión Bursátil Español

# ÍNDICE

<b>INTRODUCCIÓN .....</b>	<b>2</b>
<b>1.- FUSIONES Y ADQUISICIONES (F&amp;A).....</b>	<b>3</b>
1.1.- Concepto .....	3
1.2.- Motivos de realización de las F&A .....	5
1.3.- Factores que influyen en el éxito o fracaso de las F&A .....	7
1.4.- Evolución de las F&A a nivel internacional .....	10
1.5.- Evolución de las F&A en España .....	16
<b>2.- LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES (OPA) COMO VÍA DE CONTROL DE EMPRESAS.....</b>	<b>18</b>
2.1.- Concepto de OPA .....	18
2.2.- Tipos de OPA.....	19
2.2.1.- OPA amistosas vs. OPA hostiles .....	19
2.2.2.- OPA obligatorias vs. OPA voluntarias.....	20
2.2.3.- OPA dirigidas a accionistas minoritarios vs. OPA dirigidas a accionistas de control .....	23
2.2.4.- Las OPA competidoras.....	25
<b>3.- ESTUDIO DE CASO: OPA COMPETIDORA A APPLUS .....</b>	<b>28</b>
3.1.- Las empresas involucradas.....	29
3.2.- Cronología de la OPA y resolución .....	32
3.3.- Impacto de los hechos relevantes del proceso en el mercado secundario .....	41
<b>CONCLUSIONES .....</b>	<b>48</b>
<b>BIBLIOGRAFÍA Y DOCUMENTACIÓN .....</b>	<b>50</b>

## INTRODUCCIÓN

Entre las formas de crecimiento empresarial estratégico, típicamente se hace una distinción entre las estrategias de crecimiento orgánico e inorgánico. El orgánico se basa en el logro de los objetivos de crecimiento de la empresa —penetración de nuevos mercados, desarrollo de sus productos, diversificación, etc.— por sí misma, implicando una gran inversión de capital y tiempo. El crecimiento inorgánico se define fundamentalmente a través de las fusiones y adquisiciones, y permite comprar nuevas capacidades, núcleos de consumidores u oportunidades de negocio de otras empresas como alternativa a su construcción por la propia empresa a través del crecimiento interno (Sherman, 2010: 2). En un punto intermedio puede situarse el crecimiento externo a través de acuerdos de cooperación entre empresas o alianzas estratégicas, por mencionar algunas, y que generalmente se caracterizan por una mayor provisionalidad. Nos vamos a centrar en las fusiones y adquisiciones (en adelante F&A, aunque comúnmente son conocidas por sus siglas en inglés M&A: *mergers and acquisitions*) como estrategia de reestructuración empresarial que ha ido ganando un gran peso gracias a la globalización y a la liberalización de los mercados.

Las ofertas públicas de adquisición (OPA) suscitan gran interés, apreciable en la repercusión mediática que suelen tener estos procesos, tal y como se está observando en la actualidad con la OPA del BBVA sobre el Banco Sabadell. Sin embargo, las OPA competidoras son aún bastante novedosas en España, existiendo apenas catorce procesos competitivos registrados en la página oficial de la CNMV del total de más de 400 OPA autorizadas en España desde 1990, y de los cuales solo tres tuvieron lugar con posterioridad a la aprobación del actual régimen sobre ofertas públicas de adquisición. Este trabajo de fin de grado tiene por objeto analizar una de estas OPA, la más reciente que se ha autorizado y resuelto en nuestro país: el caso de Applus. Esta adquisición permite realizar un estudio de un caso y refleja tanto las complicaciones que pueden alterar el resultado de un proceso competitivo como las ganancias adicionales que reporta el surgimiento de una oferta competidora.

Con este objeto, el trabajo se ha estructurado de la siguiente forma. En primer lugar, se hará un repaso de algunos de los motivos y principales teorías que están detrás de las fusiones y adquisiciones y que las explican, así como de los factores que pueden afectar a las probabilidades de éxito de las mismas y que han sido objeto de análisis en múltiples estudios empíricos. El segundo capítulo del trabajo se centrará en el estudio de las OPA como principal vía para adquirir empresas, a lo largo del cual se verán algunos de los tipos que existen, la regulación que marca su régimen y parte de la evolución del mismo a raíz de la aprobación de la Directiva 2004/25/CE y del Real Decreto 1066/2007. En concreto, se verán las

particularidades de los procesos de OPA en los que concurren varias ofertas competidoras, su regulación específica contenida en el Capítulo IX del Real Decreto y los beneficios que puede generar para la empresa objetivo de la OPA y para sus accionistas la existencia de varias empresas pujantes interesadas en su adquisición. En el tercer y último capítulo se estudiará el caso español de la OPA competidora lanzada recientemente a la empresa Applus, atendiendo cronológicamente a los hechos relevantes del proceso que vienen determinados por el régimen de los procesos competitivos y, paralelamente, a los efectos que tales hechos tuvieron sobre la cotización de la empresa opada en el mercado de valores. En el caso se ha observado cómo la intervención de una segunda empresa oferente —que finalmente resultó ganadora de la puja por la toma de control— logró elevar de manera significativa la prima obtenida por los accionistas de la empresa objetivo respecto a la que habrían recibido si no hubiera surgido una oferta competidora y hubieran acudido a la OPA inicial, además de la gran revalorización en el mercado que ha experimentado Applus a lo largo de todo el proceso debido al interés suscitado sobre una empresa que partía de una situación de infravaloración.

## **1.- FUSIONES Y ADQUISICIONES (F&A)**

### **1.1.- CONCEPTO**

Como ya se ha introducido, las fusiones y adquisiciones son las fórmulas fundamentales de crecimiento inorgánico de que hacen uso las empresas. Para entender sus diferencias y seguir adecuadamente las siguientes páginas de este trabajo, se ofrecen unas definiciones previas.

Una fusión es «el acuerdo de dos o más sociedades, jurídicamente independientes, por el que se comprometen a juntar sus patrimonios y formar una nueva sociedad» (Mascareñas, 2000: 15). Las fusiones implican, por tanto, la desaparición de al menos una de las dos entidades iniciales. Existen diferentes clasificaciones de fusiones por su tipología. A continuación, nos referiremos a dos de ellas.

Guerras y Navas (2016) distinguen entre la fusión pura, la fusión por absorción y la fusión con aportación parcial de activos. La fusión pura es aquella en la que las dos empresas fusionadas (“A” y “B”) desaparecen para dar lugar a una nueva empresa (“C”) con personalidad jurídica propia que agrupa los patrimonios de sus precedentes. La fusión por absorción, en cambio, implica la desaparición única de una de las dos empresas (por ejemplo, “B”), para transferir su patrimonio a la empresa absorbente, que subsiste (“A’ “, como suma de “A” y “B”). Por último, la fusión con aportación parcial de activos tiene a su vez dos variantes: en la primera, una empresa (“A”) aporta parte de su patrimonio (“a”) para crear junto con la otra empresa (“B”) una tercera empresa (“C”, como suma de “a” y “B”); en la segunda, la parte del patrimonio

de la primera empresa aportada (“a”) se integra en el patrimonio de la otra empresa (“B”), resultando en una empresa preexistente pero con más patrimonio (“B’ ”, como suma de “a” al patrimonio de “B”)

También se puede hablar de fusiones verticales, horizontales y de conglomerado. Las primeras sirven como vía de integración vertical a través del crecimiento inorgánico, realizando una fusión bien con una de las empresas proveedoras o una de sus distribuidoras para tener mayor control sobre el suministro de materias primas o la venta de sus productos, respectivamente. Las fusiones horizontales, también conocidas como fusiones estratégicas, se alejan de la cadena de suministro de la empresa para centrarse en uniones de empresas competidoras de un mismo sector. Estas fusiones sirven para alcanzar una cuota de mercado superior —con la consecuente afectación a la competencia y, en muchas ocasiones, a los clientes— y para lograr economías de escala, aunque tienen como limitación el grado de liberalización del sector en el que operen. Por último, las fusiones de conglomerado se dan entre empresas de diferentes sectores que no presentan puntos de conexión, y tienen de utilidad que permiten acceder a sectores o mercados distintos, así como buscar sinergias entre las empresas fusionadas.

La adquisición de empresas implica la compra parcial o total de una empresa a otra. Marín y Ketelhöhn (2011: 1) la definen como «la operación que resulta de la compra y control de una empresa por parte de otra que se asume como compradora». La empresa compradora puede adquirir bien los activos de la otra, bien sus acciones, siendo este último caso el más general. Además, la empresa que es adquirida no desaparece, sino que pasa a ser una subsidiaria o participada de la entidad que la adquiere, recayendo aquí una diferencia fundamental con las fusiones en las que hemos visto que al menos una de las empresas deja de existir. Al igual que en el caso de las fusiones, podemos hablar de adquisiciones verticales, horizontales o de conglomerado en función de la relación que exista entre las empresas implicadas en la operación —proveedoras vs. clientes, competidoras...—.

La adquisición de una empresa puede realizarse mediante un contrato de compraventa convencional que definirá los términos de la misma, aunque existen otras modalidades de adquisición.

Así, la compra mediante apalancamiento financiero o LBO (*leveraged-buy-out*) implica la adquisición de una empresa financiada a través de deuda, que queda asegurada tanto por el patrimonio del comprador como por los activos del vendedor, y suele dirigirse a empresas asentadas en cuanto a beneficios, cuota de mercado y grupo directivo, y con un bajo endeudamiento (Guerra y Navas, 2007). Cuando son los directivos de la empresa comprada



los que realizan la oferta de adquisición, se habla de una *management-buy-out* (MBO) como caso especial de LBO, en la que estos pasan a ser directivos-propietarios (Fernández y Bonet, 1989).

Por último, la más conocida de las modalidades y en la que se centrará el estudio de caso de este trabajo es la oferta pública de adquisición de acciones (OPA), a través de la cual se realiza una oferta de compra del total o parte del capital social a los accionistas de una sociedad cotizada. Como se analizará, las OPA pueden tener carácter hostil o amistoso en función de la recepción que tengan por la sociedad a la que se lanza la OPA, en lo que difieren en gran medida de las fusiones, que suelen ser amistosas. Además, una diferencia fundamental entre las fusiones y las ofertas públicas de adquisición es el tomador último de la decisión estratégica. Las fusiones son negociadas y decididas entre los directivos de las empresas objeto de fusión, para ser posteriormente ratificadas por los accionistas. Por tanto, aunque los órganos de gobierno no tengan la autonomía suficiente para llevar a cabo la fusión, sí que tienen la capacidad de control sobre su no realización. En cambio, las ofertas públicas de adquisición se dirigen directamente a los accionistas de la sociedad cuyo control se pretende adquirir, y son estos los que individualmente deciden o no acudir a la OPA vendiendo sus respectivos porcentajes del capital social.

## **1.2.- MOTIVOS DE REALIZACIÓN DE LAS F&A**

La actual globalización y los obstáculos estratégicos para el crecimiento orgánico de las compañías hacen de las fusiones y adquisiciones una oportunidad para crecer y aumentar sus beneficios de manera rápida (Galpin y Herndon, 2013: 4-5). La reestructuración corporativa como cambio en la propiedad, conjunto de actividad, activos y alianzas se lleva a cabo a través de fusiones y adquisiciones, como principales vías de crecimiento inorgánico, con un fin primordial: la creación de valor. Una fusión se fundamenta en la creencia de las empresas implicadas de que, a través de su unión, el valor creado conjunto es superior a la suma de los valores que generan por separado. En una adquisición, el motivo subyacente es la creencia de que la empresa objetivo tiene el potencial de crear más valor bajo la gestión de la empresa adquirente (Fernández y Bonet, 1989). Por tanto, el resultado de la fusión o adquisición debería generar un beneficio que al menos cubra la inversión realizada en la operación.

Profundizando más allá de la mera creación de valor, existen otros motivos que llevan a las empresas a realizar fusiones y adquisiciones que, si bien pueden ser complicados de identificar y concretar, suelen categorizarse por la literatura en tres grupos: la existencia de

sinergias, los costes de agencia y la hipótesis del orgullo de los gestores (Berkovitch y Narayanan, 1993).

La existencia de sinergias, a las que ya se ha hecho referencia, implica que el valor de las empresas combinadas es superior a la suma de sus valores por individual. Estas sinergias entre empresa adquirente y empresa adquirida pueden ser operativas y buscar la eficiencia productiva, principalmente a través de la obtención de economías de escala y de alcance —más frecuente en los casos de empresas que operen en el mismo sector o pertenecientes a la misma cadena de valor—. Pero también pueden ser sinergias financieras, que permiten reducir el coste de capital o la generación de mayores flujos de caja —más típico en empresas no relacionadas entre sí—; fiscales, aprovechando las pérdidas acumuladas de una de las empresas para contrarrestar los beneficios de la otra y lograr la reducción de los impuestos a pagar; o sinergias de creación de poder de mercado. La hipótesis de la sinergia tiene además la implicación de que los directivos no solo deben crear valor para los accionistas, sino que además requieren la capacidad para evaluar y medir el valor de la empresa resultante de la F&A.

La teoría de la agencia y la existencia de costes de agencia sugieren que pueden existir motivos relacionados con la gestión de las empresas que impulsen a realizar una fusión o adquisición. Estos motivos, si existen costes de agencia en la empresa adquirida, pueden ser disciplinarios, cuando mediante la operación se pretende disciplinar a los gestores de la empresa objetivo por no ser eficientes. Así, si los directivos de una empresa advierten que otra está mal gestionada, tendrán incentivos para comprarla siempre y cuando el precio a pagar en la transacción se corresponda con el valor que generan los directivos ineficientes (Fernández y Bonet, 1989: 3). En estos casos, las adquisiciones son más recurrentes que las fusiones, ya que favorecen más la sustitución del equipo directivo actual por otro. Pero también pueden existir costes de agencia en la empresa adquirente, lo que llevaría a adquisiciones no maximizadoras de valor. En este caso se habla de motivos gerenciales, en los que la fusión o adquisición se lleva a cabo para perseguir los intereses personales de los directivos con el menoscabo correspondiente de los intereses de los accionistas de la empresa adquirente.

El orgullo (o *hubris*) de los gestores implica que hay F&A que se realizan a consecuencia de errores de los directivos de la empresa adquirente en la evaluación de la empresa objetivo. El orgullo de estos gestores los lleva a sobrevalorar el efecto positivo de la fusión o adquisición y a realizar sobrepagos a la empresa objetivo. Estaríamos nuevamente ante adquisiciones no maximizadoras de valor. La hipótesis del *hubris* podría vincularse a la existencia de asimetrías

informativas que impiden una adecuada valoración de la empresa objetivo, de manera que cuanto mayor sea la información que posean los directivos sobre el resto de las empresas involucradas en la operación, menores serán el error en la evaluación de estas y la transmisión de riqueza de los accionistas de la empresa adquirente a los de la adquirida (Sánchez Lorda, 2007: 123).

En cualquier caso, esta no es la única clasificación que existe de los motivos para la realización de F&A. Galpin y Herndon (2013: 8) hablan de «las 8 c's» como los ocho motivos que, por sí mismos o combinados entre sí, pueden llevar a realizar estas transacciones: *costs* (obtener las economías de escala de las que hemos hablado), *channels* (ganar nuevas líneas de distribución), *content* (expandir los productos o servicios ofertados), *capabilities* (reforzar las fortalezas de la empresa o ganar otras nuevas), *customers* (llegar a más segmentos de consumidores), *countries* (internacionalizarse), *capital* (tener acceso a los canales de financiación de la empresa objetivo) y *capacity* (incrementar el volumen de operaciones). Trautwein (1990) señala siete causas de las fusiones: lograr eficiencia mediante sinergias; acercarse al monopolio al incrementar el poder de mercado y transferir riqueza de los clientes al adquirente; construir imperios como motivación de los directivos de realizar sus intereses personales en vez de maximizar la riqueza de los accionistas (aprovechando recursos de libre disposición excedentes para realizar operaciones que no generan valor pero sí aumentan el tamaño de la organización); transferir riqueza de los accionistas de la empresa objetivo a los de la adquirente; por tener los directivos información más exacta sobre el valor de la empresa objetivo que la que refleja su valor bursátil; como consecuencia de procesos que abarcan desde necesidades de capacitación a presiones políticas o falta de planificación; y aquellas motivadas por perturbaciones económicas.

### **1.3.- FACTORES QUE INFLUYEN EN EL ÉXITO O FRACASO DE LAS F&A**

A pesar de que las operaciones de fusión o adquisición son estudiadas en profundidad previa a su realización, estas no siempre logran llegar a buen fin y pueden terminar suponiendo pérdidas imprevistas. Partiendo de que, como regla general, los estudios existentes relativos al impacto de las operaciones de F&A apuntan a una mejora en la valoración de las acciones de las empresas objetivo y no en pocas ocasiones a un efecto neto generador de riqueza para el conjunto de las empresas adquirentes y adquiridas —si bien la evidencia en cuanto a la mejora aislada de la rentabilidad de las empresas adquirentes no es tan clara— (Sánchez Lorda, 2007: 125), existen variables en los procesos de F&A que afectan y condicionan tales resultados. A continuación se examinan algunos de los factores identificados por la doctrina y

estudios empíricos como determinantes de la probabilidad de éxito de las operaciones de F&A y de su efecto generador de riqueza.

Basándonos en la clasificación hecha en el apartado anterior de los motivos para la realización de fusiones y adquisiciones en la existencia de sinergias, los costes de agencia y la hipótesis del orgullo de los gestores, el estudio realizado por Berkovitch y Narayanan (1993) a partir de 330 operaciones en Estados Unidos desveló que las operaciones de F&A generadoras de riqueza eran aquellas que tenían como principal motivación la búsqueda de sinergias, mientras que la persecución de los intereses privados de los gestores (hipótesis de los motivos gerenciales) estaba detrás de aquellas F&A que tuvieron un efecto total de generación de riqueza negativo. Similares resultados arrojó el estudio realizado por Seth *et al.* (2000), que además añadió que una mayor competencia en el mercado de control de empresas —cuando existen más ofertas de adquisición a una misma empresa— da lugar a una mayor generación de riqueza total y en la empresa objetivo, debido a la señal que lanza al mercado del potencial aumento de valor de la empresa objetivo. Respecto a la motivación disciplinaria como fundamento de la operación, esta suele tener un efecto generador de riqueza total e individual para las empresas adquirente y objetivo; mientras que la hipótesis del orgullo de los gestores, que implica un pago excesivamente alto por la adquisición de la empresa objetivo, conlleva ganancias para esta pero pérdidas para la empresa adquirente, por lo que el efecto total generador de riqueza no es positivo (Gómez Ansón, 1998). La existencia de costes de agencia en la empresa potencialmente adquirida asociados a la adopción por esta de acuerdos estatutarios antiadquisición bajo la hipótesis del atrincheramiento del gestor —que supone que dichos acuerdos son adoptados para aumentar el poder de negociación de los gestores en beneficio propio y evitar posibles adquisiciones hostiles que pongan en riesgo sus puestos de trabajo— (Williamson, 1975) no generaría valor para los accionistas de la empresa objetivo, lo cual se refleja a su vez en una reacción negativa del mercado ante la adopción de tales acuerdos (Gómez Ansón y Fernández Álvarez, 1995). En cambio, los acuerdos antiadquisición adoptados bajo la hipótesis de los intereses de los accionistas —cuando el incremento del poder de negociación de los gestores ante intentos de adquisición es usado para proteger los intereses de los socios— generarían valor para estos (Grossman y Hart, 1980), entre otros motivos porque podrían permitir alargar los procesos de negociación en las adquisiciones y dar margen a los gestores para encontrar adquirentes competidores que mejoren las ganancias para los accionistas (Jarrel *et al.*, 1988).

Existen muchos otros factores que influyen en el éxito de las fusiones y adquisiciones. Los resultados de una encuesta realizada por la consultora McKinsey (Doherty *et al.*, 2015) apuntaron a que las empresas con mejor desempeño en las F&A eran aquellas que

regularmente examinaban su portafolio en busca de oportunidades de fusión o adquisición, eran veloces en sus procesos de *due diligence* —los procesos de revisión sobre la empresa que se pretende adquirir para evaluar la viabilidad de la operación en función de su situación financiera, legal, reputacional, etc.—, y tenían buenas capacidades en el proceso de integración. En efecto, la integración tras la operación es un aspecto relevante para el éxito final del plan estratégico, siendo recomendable que se forme un equipo con personal de las empresas implicadas encargado de ejecutar la unión y realizar una integración organizativa, cultural, operativa... que permita aprovechar el potencial de la fusión o adquisición. En dicha fase de integración, las dificultades generadas son mayores cuanto mayor dispersión geográfica y diferencia cultural existe entre las empresas (Rodríguez-Solano, 2018). En línea con esto, el estudio realizado por Ciobanu *et al.* (2014) apuntó a que la similitud de las empresas en términos de localización geográfica, estructura de propiedad y sector de actividad se relacionaba con una mayor probabilidad de éxito de una oferta de adquisición de una de estas empresas a la otra.

También la experiencia previa en operaciones de F&A puede tener influencia en el éxito de otras futuras. Si bien éxitos previos no garantizan el mismo resultado para una nueva fusión o adquisición, debido a la individualidad de cada transacción, la experiencia acumulada puede ayudar a identificar mejor las transacciones potencialmente rentables, saber cuándo recurrir a consultoría externa y a evitar problemas planificando más adecuadamente los primeros pasos antes de iniciar los procesos de integración (Mallette *et al.*, 2003).

Los tamaños relativos de las empresas pueden afectar también al resultado, como se analizó en un estudio realizado en 2003 (Moeller *et al.*) a partir de una muestra de 12 000 adquisiciones a compañías públicas entre 1980 y 2001. Se observó que en los casos estudiados, el incremento del valor para los accionistas por la operación era mayor en las adquisiciones realizadas por empresas de menor tamaño, dato que se asoció a los costes de agencia que se generan en las adquisiciones realizadas por grandes empresas y que las llevan a realizar transacciones más pobres —mientras que en empresas reducidas, la propiedad está más concentrada e incluso puede que los directivos sean accionistas, alineando los objetivos de unos y otros (Demsetz y Lehn, 1985). No obstante, cabe la posibilidad de que la caída en el valor de mercado de estas grandes empresas se deba a la señal que lanzan de recurrir a la operación de F&A por haber agotado sus posibilidades de crecimiento orgánico. Por otro lado, el estudio sugirió que el tamaño reducido de la empresa adquirente explicaba en mejor medida los retornos generados a los accionistas que el método de pago utilizado, y al menos en igual medida que el hecho de que la empresa objetivo fuera pública, privada o una filial. Cuando se trata de empresas de igual tamaño, las probabilidades

de éxito de la operación son inferiores que cuando la adquisición se realiza por una empresa grande a otra pequeña. Desde la perspectiva de la empresa objetivo, un mayor tamaño relativo de esta suele conllevar más información disponible que facilita su valoración y la realización de una transacción que cree valor (Asquith *et al.*, 1983), sin perjuicio de que los costes de integración posteriores a la operación suelen aumentar con el tamaño de la empresa adquirida.

Con respecto al método de pago usado en la adquisición —que puede ser tanto en efectivo como a través de la entrega de acciones de la compañía adquirente, o por medio de una mezcla de ambos métodos—, generalmente se asocia el pago mediante acciones de la adquirente a retornos más bajos o incluso negativos respecto a los casos en que la compensación se realiza en dinero (Latorre *et al.*, 2016: 10). Esto se debe a que el pago mediante entrega de participaciones da una señal al mercado de que la empresa adquirente está sobrevalorada, que en efecto parece cumplirse al ser las empresas altamente sobrevaloradas —aunque también aquellas especialmente infravaloradas— las que más tienden a optar por este método de pago (Akbulut, 2013; Ben-David *et al.*, 2015), mientras que suele ser rechazado por empresas con accionistas mayoritarios ante la consecuente dilución de su control (Faccio y Masulis, 2005). En cuanto al modo de financiación de estos métodos de pago, los estudios realizados apuntan a que la financiación bancaria o mediante deuda —frente al uso de fondos propios— del pago en las adquisiciones tiene buena recepción en el mercado, al menos en el corto plazo. El uso de la deuda para financiar las F&A provoca retornos positivos en el momento del anuncio de la transacción debido al efecto disciplinario de la deuda y la monitorización por parte de los bancos a la empresa adquirente que sirven a modo de certificación de la transacción y que son especialmente beneficiosos cuando el desempeño previo de dicha empresa es pobre o existe información asimétrica (Bharadwaj y Shivdasani, 2003).

Vemos por tanto que existen numerosos factores que condicionan la prosperidad de una fusión o adquisición y que afectan a la percepción del mercado sobre dicha decisión, por lo que es importante que las empresas diseñen individual y estratégicamente cada operación de este tipo y sin perder de vista el interés último de los accionistas.

#### **1.4.- EVOLUCIÓN DE LAS F&A A NIVEL INTERNACIONAL**

Las fusiones y adquisiciones son un tipo de operaciones que han tenido un largo recorrido temporal, aunque fue a mediados del siglo pasado cuando alcanzaron mayor popularidad.

El fenómeno de las F&A se caracteriza por concentrarse en grandes oleadas en las que el número de operaciones se incrementa significativamente en un corto período de tiempo, sin perjuicio de que se sigan realizando fuera de estos ciclos (Libio de los Ríos, 2011). En la literatura se habla de seis grandes olas de fusiones y adquisiciones que se han dado en la historia, que van desde el final del siglo XIX hasta la crisis financiera de 2007 y vinieron motivadas por cada período de desarrollo (Mascareñas y González, 2013). De este modo, las fusiones y adquisiciones que se dieron en cada ola tuvieron en común una serie de circunstancias políticas, regulatorias y macroeconómicas que explicaron su frecuencia. Los ciclos económicos determinan en gran medida la evolución en el número y volumen de F&A, ya que es en los períodos de recuperación económica y expansión tras una recesión donde se llevan a cabo la mayoría de operaciones (Becketti, 1986); así como las desestabilizaciones en el equilibrio de los mercados como consecuencia de cambios exógenos —cambios en los gustos, avance de la tecnología, competencia en dichos mercados...— que, al afectar simultáneamente a diversas industrias, en la búsqueda de un nuevo equilibrio pueden llegar a provocar oleadas de fusiones y adquisiciones (Fariñas y Jaumandreu, 1999: 37).

A continuación, se comentan algunos puntos clave de las seis oleadas:

- La primera oleada (1897-1904) se dio en Estados Unidos y es conocida como la oleada de la monopolización o época de fusiones horizontales. Apenas quince años después de una gran depresión económica, el sector industrial se convirtió en el protagonista de dos tercios de las reestructuraciones de empresas que se produjeron, con la finalidad de aprovechar sinergias y aumentar sus ingresos mediante operaciones de concentración horizontales que las permitieran ganar poder de mercado hasta el punto de acabar creando monopolios (Mascareñas y González, 2013: 90), hecho que fue favorecido por la inexistencia de una legislación *antitrust* que restringiera legalmente que se produjeran estas situaciones (Fariñas y Jaumandreu, 1999: 34). Entre las causas de esta oleada se encontraban el desarrollo del mercado de valores, el incremento en su profundidad y mayor acceso a este, lo cual facilitó la obtención de financiación a las empresas para realizar F&A.
- La segunda oleada u oleada de los oligopolios (1916-1929) trajo consigo un volumen algo inferior de fusiones y adquisiciones que dieron lugar a estructuras oligopolísticas y no monopolísticas debido a las nuevas políticas antimonopolio. Aquí predominaron las F&A verticales, junto con algunas otras de conglomerado entre empresas de distintos sectores.

Con el crack de 1929 cayó drásticamente la financiación a través del mercado para las fusiones y adquisiciones de manera simultánea a la caída del índice Dow Jones, poniendo fin a esta etapa.

- La tercera oleada fue la de los conglomerados (1965-1972), que abarcaron alrededor del 80 % de F&A y no tuvieron el mismo efecto limitador de la competencia en el mercado de las dos oleadas anteriores. Las fusiones y adquisiciones en esta fase fueron en su mayoría amistosas y optaron por el intercambio de acciones como método de pago. Las ventajas sobre la diversificación de riesgos, el reparto de costes administrativos o de gestión propios de F&A de conglomerado y la reducción de costes de financiación no lograron contrarrestar del todo la insuficiente capacitación de los directivos para gestionar negocios no relacionados, lo que llevó al fracaso de muchas de las operaciones en cuanto a la generación de riqueza.

El anuncio de la limitación de los conglomerados por el fiscal general de Estados Unidos y la caída en el mercado de valores pusieron fin a esta ola.

- La cuarta oleada (1981-1989) se conoció como la oleada de las megafusiones, en la que el número de adquisiciones fue alto sin importar cuán grandes fueran las empresas adquiridas, y fueron promovidas por los llamados *corporate raiders* o inversores especuladores, que buscaban enriquecerse de manera rápida (Mascareñas y González, 2013: 100).

El objeto de las adquisiciones en esta fase fueron precisamente los conglomerados surgidos en la fase anterior, para segregarlos y obtener un beneficio de la posterior venta de las empresas que lo formaban. La oposición de los gestores de dichos conglomerados implicó que un porcentaje considerable de estas adquisiciones fueran hostiles. Además, el gran volumen de algunas de estas adquisiciones requirió nuevas formas de financiación, como las adquisiciones con apalancamiento financiero o los bonos basura. También comenzaron a darse fusiones y adquisiciones internacionales gracias a la caída del dólar, que permitió a empresas europeas hacerse con el control de empresas estadounidenses; así como F&A cuya finalidad no fuera solo el aumento del poder de mercado, sino también la motivación disciplinaria que hemos visto para sustituir a los directivos de aquellas empresas con un gobierno corporativo pobre.

- La quinta oleada (1992-2001) comenzó tras un par de años de recesión económica que puso fin a la oleada anterior, y alcanzó un volumen de operaciones sin precedentes tanto en Estados Unidos —en línea con el ascenso del mercado de valores norteamericano— como en Europa. Al comienzo de esta fase, predominaron las fusiones, los acuerdos amistosos y la financiación de las operaciones mediante



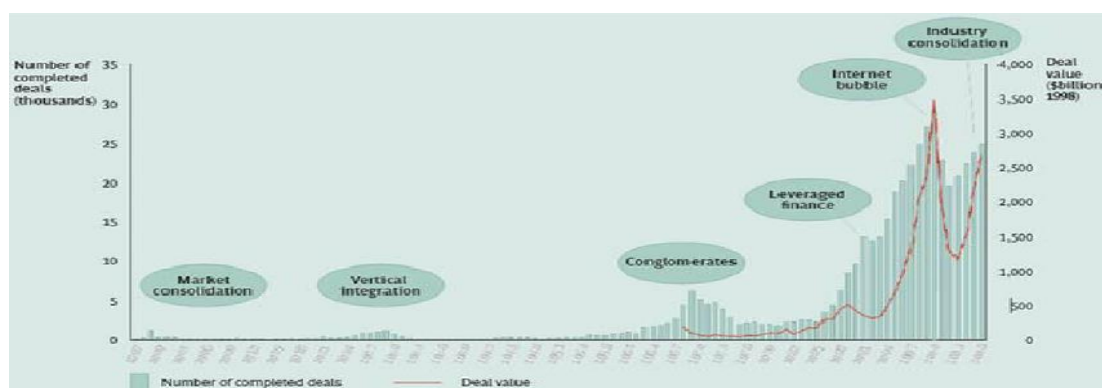
acciones para dejar de lado el endeudamiento; y posteriormente las transacciones se centraron en empresas TMT (telecomunicación, media y tecnología). La escasa regulación en el sector financiero y la llegada de internet hicieron que estos sectores fueran el foco de las fusiones y adquisiciones, donde los elevados precios a pagar como consecuencia de la sobrevaloración que se dio por la burbuja de internet llevó al fracaso de muchas operaciones y pérdidas incomparables con las vistas hasta el momento (Mascareñas y González, 2013: 103). Como cabe esperar, el fin de la quinta oleada coincidió con el de la burbuja de internet y el rápido colapso de los mercados bursátiles.

- La sexta y última oleada (2003-2007) llegó a raíz de la bajada radical de los tipos de interés por la Reserva Federal, que permitió financiar una nueva tanda de fusiones y adquisiciones en la que por este mismo motivo predominaron los pagos en efectivo. Pero esta oleada no se dio solo en Estados Unidos, sino que la globalización hizo que por primera vez las operaciones globales triplicaran las norteamericanas en búsqueda de una internacionalización de las empresas. Volvió a extenderse el uso de las adquisiciones apalancadas o LBO, y jugaron un papel importante los *private equity* en la adquisición de empresas cotizadas.

La crisis financiera de 2007 provocó el abrupto final de la oleada al impedir la obtención de recursos para realizar fusiones y adquisiciones y derivar en una crisis económica que a su vez provocó una contracción de la demanda y una mayor caución de las empresas a la hora de realizar operaciones con riesgo.

En el Gráfico 1.1 se muestra la evolución y magnitud de las seis oleadas en función del número y volumen de las transacciones completadas, donde se puede apreciar la diferencia de impacto que tuvieron las últimas y en especial la asociada a la burbuja de internet.

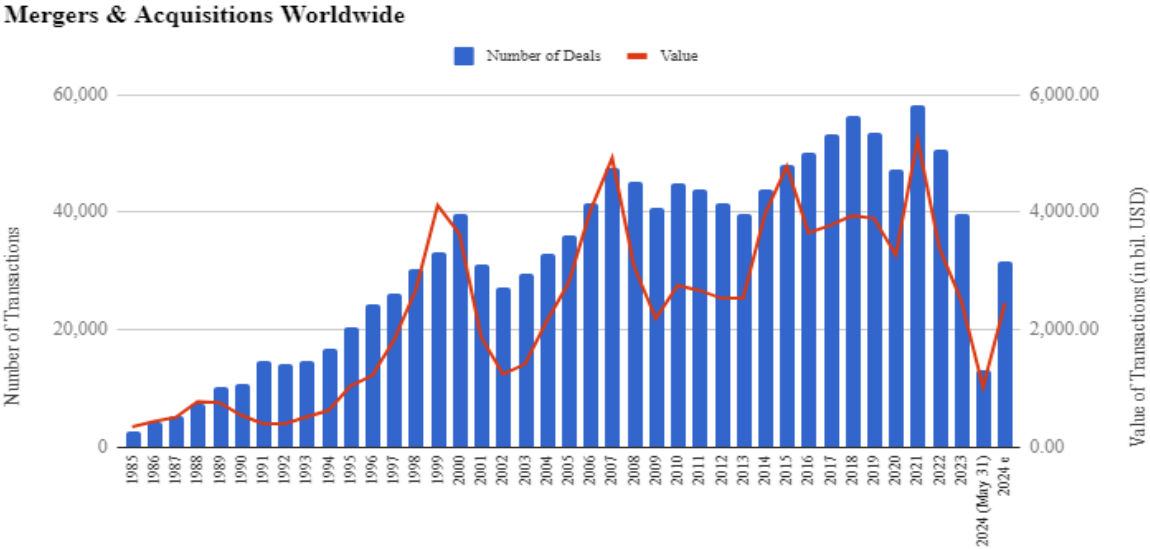
Gráfico 1.1: Evolución del número y valor de las F&A globales entre 1985-2024



Fuente: Informe de Boston Consulting Group (2007): *The brave new world of M&A: How to create value from Mergers and Acquisitions*.

Aunque estas son las oleadas que normalmente se identifican en la evolución de las fusiones y adquisiciones, no significa que acaban aquí. Tras unos años de crisis en los que las F&A registraron su pico más bajo en 2009 —coincidente con la caída en el PIB de los países, un mal momento en los mercados y un aumento en las primas de riesgo—, en 2014 comenzó la recuperación paulatina que dio lugar a una nueva oleada tanto en número como en volumen de las transacciones, como se puede observar en el Gráfico 1.2.

Gráfico 1.2: Evolución del número y valor de las F&A globales entre 1985-2024



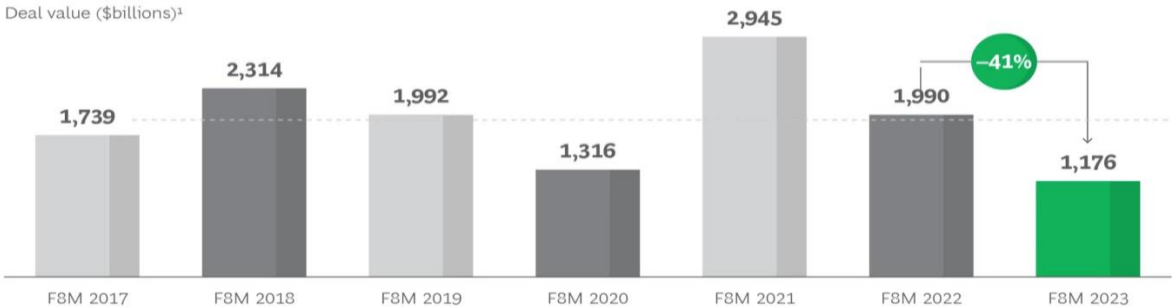
Fuente: IMAA Institute for Mergers, Acquisitions, and Alliances.

Con el anuncio de la llegada del COVID-19 en 2020, el número de acuerdos de F&A se desplomó repentinamente. Sin embargo, a medida que se fue reduciendo la incertidumbre asociada a la pandemia, se produjo una recuperación en el mercado de acuerdos entre empresas en los dos últimos cuartos del año que hizo que las cifras registradas de F&A en 2020 no fueran tan bajas —tanto en número de operaciones como en valor total, aumentando incluso el número de mega acuerdos respecto al año anterior— teniendo en cuenta el parón de actividad que se produjo (Nuseba y Husain, 2021: 63-64). Esta recuperación en el número de F&A fue desigual entre sectores, ya que se concentró en aquellos que tuvieron la consideración de esenciales y en los que fueron capaces de adaptarse velozmente a la nueva normalidad, mientras que otros sectores que previamente eran más activos en cuanto a volumen de operaciones se quedaron atrás en esta fase al verse afectados por las restricciones de la pandemia. Cabe señalar que en esta fase predominaron los pagos a través

de acciones, ya que la incertidumbre llevó a las empresas a preferir mantener sus reservas de efectivo disponibles ante contingencias.

Finalizado el primer año de pandemia, se produjo un récord histórico de fusiones y adquisiciones durante el 2021 y la primera mitad del 2022 —probablemente debido a la acumulación de las operaciones previstas para el 2020, pero que tuvieron que ser pospuestas con la irrupción del COVID-19—, tras el cual el número de operaciones ha ido cayendo a medida que aumentaba el miedo de una posible incipiente recesión, subían los tipos de interés y se dificultaba la obtención de financiación, afectando principalmente al sector consumo (De la Hoz y Ares, 2023). El comienzo del 2023 tampoco fue optimista en cuanto al nivel de operaciones, presentando durante los primeros ocho meses una caída del volumen de F&A del 14 % y del 41 % de su valor respecto al mismo lapso temporal del año anterior, según el informe de 2023 sobre F&A de Boston Consulting Group (Kengelbach *et al.*, 2023).

Gráfico 1.3: Evolución del valor de las F&A registradas en los ocho primeros meses de cada año



Fuente: Refinitiv; análisis de BCG.

El mismo informe señala una caída considerable en 2023 de la actividad del capital riesgo y los *private equity*, con una bajada de las inversiones realizadas a la que se sumó la devaluación de muchas empresas en las que tenían sus inversiones. No obstante, el abundante *dry powder* o recursos líquidos disponibles para invertir con que aún contaban tanto estos inversores como los fondos soberanos de inversión y algunas grandes empresas, unido a la mayor convergencia de las expectativas de precios por parte de compradores y vendedores, permitió mejorar las previsiones para los últimos meses del año.

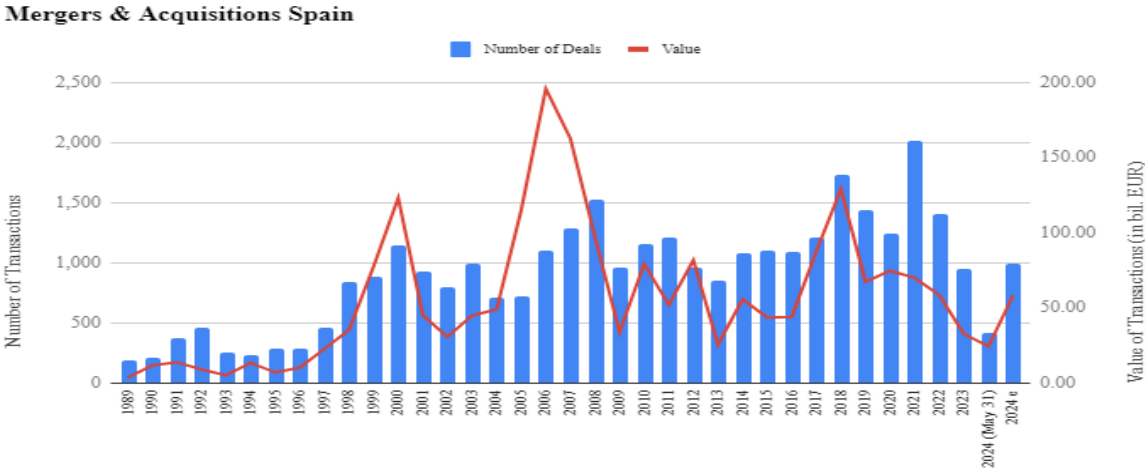
Casi en el ecuador del ejercicio 2024, la expectativa sigue siendo de recuperación del mercado de fusiones y adquisiciones, si bien no tan acentuada como la que se vio inmediatamente después de la pandemia debido entre otras cosas a los altos costes de financiación a que se enfrentan las empresas, los cuales requerirán la realización de F&A generadoras de mayor

valor para mantener la misma rentabilidad total. De acuerdo con el informe de PwC de 2024 sobre tendencias globales de F&A (Levy, 2024), la subida de las bolsas de los países anglosajones a finales de 2023 y la caída de la rentabilidad del bono a diez años en Estados Unidos sirven de señal de recuperación de la economía y de reducción del temor a la inflación, que ayudarán a impulsar un mayor número de transacciones. Añadiendo a estos factores la demanda embalsada que proviene del frenazo en el número de operaciones de los meses anteriores, es probable que se dé un repunte en estas, que además vendrá impulsado por la voluntad y necesidad de que las empresas se pongan al día de manera rápida con algunas de las tendencias globales a las que han de adaptarse, como son la digitalización o la sostenibilidad. En cuanto al método de pago y la financiación de las adquisiciones, se espera que la mejora de las condiciones para obtener crédito respecto al año pasado y el creciente protagonismo de los fondos de capital privado —con abundante capital líquido acumulado— promuevan las F&A financiadas con deuda; y que el desempeño actual del mercado de valores permita el uso adicional de acciones como moneda de cambio.

**1.5.- EVOLUCIÓN DE LAS F&A EN ESPAÑA**

Si atendemos a la evolución de las fusiones y adquisiciones en España, observamos que, al igual que a nivel global, vienen acompañando a los ciclos económicos. Sin embargo, los aumentos o reducciones en el número y valor de las operaciones en nuestro país (en períodos más prósperos económicamente o recesiones, respectivamente) tienden a ser más acusados (Carril-Caccia y Paniagua, 2018). En el Gráfico 1.4 se muestran los datos de F&A en España registrados desde 1989.

*Gráfico 1.4: Evolución del número y valor de las F&A en España entre 1989-2024*



Fuente: IMAA Institute for Mergers, Acquisitions, and Alliances

El repunte del valor de las operaciones en 2006 en España fue aún más pronunciado que a nivel mundial, incluyendo las F&A de E.ON y Endesa o de Abertis y Autostrade, pero también los efectos de la crisis financiera global le han pasado mayor factura. Esta contracción en el mercado de fusiones y adquisiciones en España recién llegada la crisis se vio más reflejada en el margen intensivo (volumen de las operaciones) que en el extensivo (número de operaciones), bajando en 2013 hasta el valor total mínimo visto en los quince años previos. Carril-Caccia y Paniagua (2018: 194-195) sugieren que esto se explica por la existencia de *fire-sale FDI* o adquisiciones oportunistas de empresas cuyos activos se han depreciado durante la crisis, lo cual permite mantener un número similar de operaciones por un valor inferior. Según observan los autores, mientras que la gran contracción en las operaciones entre 2007 y 2008 tuvo parte de su origen en la disminución de la inversión estadounidense en España debido al impacto del estallido de la burbuja de las hipotecas *subprime* y de la quiebra de Lehman Brothers, la recaída posterior puede achacarse a la bajada de fusiones y adquisiciones intraeuropeas coincidente con la crisis del euro y de la deuda soberana europea.

La recuperación de la crisis fue más lenta en España, donde no se registró otra subida importante en el número y valor de las fusiones y adquisiciones hasta el 2018, que, a pesar de coincidir con la evolución global en ser el año en que más acuerdos se dieron antes del récord registrado en 2021, fue más tardío en cuanto a la recuperación del valor respecto al resto del mundo, donde las operaciones de gran tamaño se habían retomado ya tres años antes. De forma parecida, España presenció el mismo *boom* de F&A en 2021 que en el resto del mundo, pero este no fue acompañado de un aumento en el valor de las transacciones, que desde la pandemia no ha dejado de caer.

Tras un 2023 en el que el mercado nacional de F&A ha estado bastante paralizado debido a la incertidumbre geopolítica y económica y en que apenas unas pocas transacciones han evitado el desplome total (entre ellas la adquisición de Vodafone por Zegona o de Liberty Seguros por Generally), para el 2024 se pronostica una recuperación paulatina gracias a la liquidez existente, la reducción de la brecha de valoración entre compradores y vendedores, la previsible estabilización de los tipos de interés y la demanda acumulada de operaciones, si bien probablemente habrá que esperar a la segunda mitad del año para que esta previsión se materialice (Ikei, 2024; De las Heras, 2024; PwC, 2024). Atendiendo al número de OPA, en esta primera mitad del año han sido presentadas ante la CNMV cinco ofertas —aunque una de ellas, la de eDreams, se trata de una OPA voluntaria parcial sobre sus acciones propias—, incluyendo las que afectan a Talgo, al Banco Sabadell, y a Ercros, la cual acaba de recibir

este 27 de junio una oferta competidora por parte del grupo industrial italiano Esseco, si bien ninguna de estas ofertas ha sido aún autorizada.

## **2.- LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE ACCIONES (OPA) COMO VÍA DE CONTROL DE EMPRESAS**

Ya se ha mencionado que las ofertas públicas de adquisición de acciones son una de las vías más comunes para llevar a cabo adquisiciones de empresas. En este epígrafe se analizará más en profundidad el concepto de OPA y una propuesta de clasificación de los distintos tipos que existen, estando algunas de estas clasificaciones expresamente reconocidas en la legislación, mientras que otras surgen y dependen de factores tales como la recepción positiva o negativa de la oferta por la empresa objetivo o las características de la entidad a la que se dirige. Se revisará además el régimen jurídico de las OPA, y en especial la influencia que han tenido la entrada en vigor de la Directiva 2004/25/CE —relativa a las ofertas públicas de adquisición— y la aprobación del Real Decreto 1066/2007 —mediante el cual se completan las modificaciones introducidas en la Ley 6/2007 del Mercado de Valores a consecuencia de la transposición de la norma europea— en la regulación de las OPA obligatorias y de los procesos competitivos de adquisición, en los que se centrará el último epígrafe de este trabajo.

### **2.1.- CONCEPTO DE OPA**

La CNMV define las ofertas públicas de adquisición (en adelante OPA) como operaciones por las que «una o varias personas físicas o sociedades ofrecen a todos los accionistas de una compañía cotizada la compra de sus acciones, o de otros valores que permitan adquirirlas, a cambio de un precio» (CNMV, s.f.). Se trata por tanto de ofertas que se realizan directamente a los accionistas de una sociedad cotizada, por lo general con el objetivo de adquirir el control de esta, sirviendo como mecanismo para afiliarse a otra sociedad o bien incorporarla en el grupo de la adquirente de forma que se crea una concentración económica (Sánchez Calero, 2009: 31).

Estas adquisiciones suelen pagarse en efectivo, si bien el precio puede asimismo ser en acciones o una combinación de ambas. El precio ofrecido en la OPA debe ser superior al precio de cotización en el momento de la oferta, pues de otra manera los accionistas no acudirían a esta, sino que acudirían al mercado de valores para vender sus acciones y liquidar su posición. Esta elevación del precio ofertado respecto al bursátil a su vez suele provocar un efecto alcista sobre la cotización de la empresa opada cuando se produce el anuncio de la oferta (Díaz, s.f.).

La funcionalidad y utilidad de las OPA se da principalmente por dos vías: la del adquirente y la de los accionistas a los que se lanza la oferta. En el primer caso, las OPA facilitan al adquirente la compra de un gran número de acciones (el que necesite para obtener el control o lograr la finalidad que persiga con la operación) de manera rápida, organizada y a un precio fijo, ya que, si tuviera que acudir al mercado mediante operaciones ordinarias de compra, el precio de las acciones iría encareciéndose como consecuencia del aumento de la demanda. En el caso de los accionistas, el beneficio del empleo de las OPA viene de la igualdad de condiciones en que se debe realizar la oferta a la totalidad de accionistas, garantizando su trato equitativo. Además, acudir a la OPA es voluntario para los accionistas sin que el hecho de no acudir pueda implicar la pérdida de sus acciones, si bien sí que puede conllevar consecuencias en cuanto a la pérdida de liquidez o de información accesible en el caso de que no vendan sus acciones en las denominadas OPA de exclusión, destinadas a sacar a la empresa de la cotización en bolsa.

## **2.2.- TIPOS DE OPA**

### **2.2.1.- OPA amistosas vs. OPA hostiles**

Una primera clasificación de los tipos de OPA —que a diferencia de la siguiente que se verá, no está contemplada en la ley— podría hacerse distinguiendo entre las OPA amistosas y las hostiles. Cabe señalar que esta diferenciación es lógica en el marco de las OPA dirigidas a obtener el control de la sociedad opada, pero no así cuando se trate de otras ofertas cuyo fin sea otro tal como la exclusión de cotización de la empresa o la reducción de su capital mediante recompra de acciones (Tapia Hermida, 2008: 15).

Como se indica en el folleto informativo de la CNMV (s.f.), las ofertas amistosas son aquellas ofertas presentadas tras haberse llegado a un acuerdo previo entre la sociedad adquirente y los accionistas significativos o el Consejo de Administración de la sociedad a la que se lanza la OPA, mientras que las ofertas hostiles tienen lugar cuando no existe dicho acuerdo previo. La falta de acuerdo que caracteriza a las hostiles viene de la discrepancia entre el interés de la empresa oferente de adquirir una participación de la opada que permita obtener su control y el interés de los gestores de la empresa adquirida de ceder dicho control; en estos casos la OPA representa por tanto una lucha por el control de la sociedad (Pearce y Robinson, 2004). La resistencia de los gestores de la sociedad objetivo ante adquisiciones hostiles viene del hecho de que los accionistas son los encargados de nombrar a los directivos, de manera que un cambio en la propiedad de la empresa probablemente derive en la sustitución de los gestores actuales por otros. No obstante, otros motivos que pueden llevar a que los

administradores recomienden a los accionistas el rechazo de la oferta son la legítima creencia de que el precio ofrecido es demasiado bajo, el desacuerdo con los cambios estratégicos que pretende la empresa adquirente, o para abrir camino a que la empresa objetivo reciba otras ofertas competidoras, que comentaremos más adelante (Schoenberg y Thornton, 2006).

Ante una OPA hostil, los gestores de la empresa objetivo pueden recomendar aceptar la oferta, ya que luchar contra una oferta hostil puede suponer sacrificar una oportunidad excepcional de obtener rendimientos extraordinarios para los accionistas (Pearce y Robinson, 2004), si bien lo habitual es que traten de resistir las ofertas de este tipo. Para ello disponen tanto de estrategias defensivas preventivas (empleadas para evitar ser el blanco de futuras ofertas hostiles, y que en general consisten en perseguir una estrategia maximizadora de su propio valor) como de estrategias defensivas reactivas (que entran en juego cuando ya se ha recibido la oferta hostil y entre las que destacan la litigación, la estrategia del caballero blanco, o los *management-buy-outs* —MBO— que ya vimos).

Las OPA hostiles normalmente obtienen una valoración negativa por parte de los accionistas de la empresa adquirente debido al incremento que suele darse en el precio pagado ante la resistencia de la empresa opada a ceder ante la oferta (Campa y Hernando, 2004). Por el lado de la empresa opada, existen diversos estudios acerca de la repercusión que tiene el lanzamiento de la OPA hostil sobre su valor de cotización. En un estudio sobre el rendimiento de mercado a corto y largo plazo de las adquisiciones hostiles, Nyberg (2023) encontró evidencia a favor de la existencia de una reacción positiva en el precio de las acciones de la empresa objetivo alrededor del momento del anuncio de la operación, mientras que a largo plazo se observó una reacción negativa en el valor de cotización de la la empresa adquirente en OPA hostiles, con retornos negativos para la estrategia de comprar y mantener en plazos de uno a tres años.

### **2.2.2.- OPA obligatorias vs. OPA voluntarias**

Otra clasificación de las OPA que existe, en este caso contemplada expresamente por la ley, es en función de si su lanzamiento es obligatorio o voluntario.

La Directiva 2004/25/CE, relativa a las ofertas públicas de adquisición, introdujo la necesidad de lanzamiento de una OPA obligatoria por las sociedades en ciertos casos, que además deberá cumplir ciertos requisitos: debe hacerse sobre la totalidad de las acciones de la empresa objetivo, a un precio equitativo y no podrá condicionarse su efectivo lanzamiento a que se cumplan ciertas circunstancias. Por el contrario, las OPA voluntarias confieren mayor libertad a la empresa adquirente, permitiendo que se sujeten a condiciones —que deben



poder verificarse antes del fin del plazo de aceptación, y suelen consistir en el logro de un nivel mínimo de aceptaciones de la oferta o la aprobación de la OPA por los accionistas de la empresa adquirente—, con la dispensa de la obligación de formularse al precio equitativo y pudiendo lanzarse sobre el porcentaje de participaciones que se desee siempre y cuando no se superen los umbrales de participación que obligan a formular una OPA obligatoria.

Los supuestos de OPA obligatoria son tres: la oferta por exclusión de negociación —con el objetivo de permitir a los accionistas de una sociedad cotizada vender sus participaciones de manera previa a que la empresa excluya de cotización sus acciones y la particularidad de que la contraprestación debe realizarse siempre en dinero—, por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias, y la oferta obligatoria cuando se alcanza el control. Esta última es probablemente la que más interés suscita, e impone la formulación de la oferta a todos los titulares de participaciones cuando la empresa adquirente haya obtenido el control de la sociedad opada, ya sea conforme a un criterio cuantitativo —cuando obtenga al menos un 30 % de los derechos de voto de la sociedad afectada, de manera directa o indirecta— o cualitativo —cuando adquiera un porcentaje de derechos de voto inferior, pero que le permita designar a más de la mitad de los consejeros de la sociedad objetivo, incluyendo los que ya hubiera designado antes de la adquisición—. Esta es una novedad del régimen de OPA obligatorias, pues el sistema actual «tiene como presupuesto de su obligatoriedad la adquisición de control *de facto*, a diferencia del régimen impuesto por nuestro ordenamiento con anterioridad, que basaba la obligatoriedad de la OPA en la adquisición del control de una participación significativa» (Sánchez Calero, 2009: 119-120). Además, con el régimen anterior se buscaba lograr el control *a posteriori* de la realización de la oferta, mientras que en la actualidad hay un control de hecho de la sociedad objetivo *a priori* del lanzamiento de la OPA obligatoria (Sánchez Calero, 2007), de ahí que ahora se las denomine OPA *a posteriori* (de la obtención del control).

La oferta en los casos de OPA por toma de control deberá presentarse en el plazo de un mes desde que se obtenga el control, permitiendo a los accionistas de la sociedad objetivo vender sus acciones a un precio equitativo. Existe una dispensa para la obligación de formular la OPA obligatoria cuando se cumplan los requisitos de obtención del control pero a su vez exista —en el momento en que se incurre en el supuesto de OPA obligatoria— otra persona o entidad que tenga un porcentaje igual o superior de derechos de voto que los que haya alcanzado la empresa adquirente (el «accionista de contrapeso»), siempre y cuando se mantenga dicha situación —que el accionista de contrapeso no reduzca su participación— y la empresa adquirente tampoco designe a más de la mitad de los consejeros de la empresa objetivo. Otra excepción a las OPA obligatorias por toma de control es cuando se haya lanzado

una OPA voluntaria dirigida a todos los valores de la empresa objetivo, y además, o bien haya sido formulada a un precio equitativo, o bien haya sido aceptada por al menos el 50 % de los derechos de voto a los que se dirigió (descontando aquellos que ya correspondieran a la empresa oferente previamente).

Un inconveniente de la obligatoriedad de realizar una OPA en el caso de las tomas de control es que aumenta el precio total a pagar por la operación, lo cual a su vez reduce los incentivos para realizarla. En este tipo de OPA, el precio pagado en la oferta incluye lo que se denomina la prima de control, que es el sobreprecio que el comprador está dispuesto a pagar a cambio de lograr el control de la empresa opada, y por tanto se refiere a la diferencia entre el precio de la oferta y el valor bursátil de las acciones. Si bien los precios pagados en las OPA ya son más elevados que el precio de cotización para incentivar a los accionistas a que acudan a la oferta, en el caso de las tomas de control esta prima suele elevar más aún el precio a pagar, ya que los compradores están dispuestos a pagar un sobreprecio adicional por los beneficios estratégicos y operativos de obtener el control y la capacidad de influir en la dirección de la sociedad, a la vez que los accionistas de la empresa opada —y en especial los accionistas de control o mayoritarios— ofrecerán más resistencia a perder ese control y exigirán un precio superior para cederlo.

Pues bien, la obligatoriedad de formular la OPA por la totalidad de participaciones y a todos los accionistas en los casos en que se alcance el control de la sociedad opada viene de la necesidad de hacer un reparto equitativo de la prima de control (Alfaro, 2018). Al obligar a formular la OPA sobre el 100 % de las participaciones, se está ofreciendo a todos los accionistas vender sus acciones a un precio equitativo una vez que se ha obtenido el control para garantizar el principio de igualdad de trato de estos, cuyo respeto exige la Directiva 2004/25/CE en su artículo 3º. Dicho precio equitativo a pagar en las OPA de toma de control, además, no es libre, sino que está regulado en la propia Directiva, de manera que no podrá ser inferior al precio más elevado pagado u ofrecido por el oferente o personas que actúen en concierto con él por los mismos valores en el período de entre seis y doce meses previos al anuncio de la oferta, a concretar por los Estados miembros —y que en el caso de España está fijado en doce meses—.

Por último, otra novedad que trajo la Directiva de OPA es la posibilidad de que en el caso de las OPA que se lancen sobre el 100 % de las acciones de la empresa objetivo (de manera voluntaria o por darse un supuesto de OPA obligatoria) pueda darse una excepción a la libertad de los accionistas de acudir o no a la oferta, ya que si finalizado el plazo de aceptación la oferta ha sido aceptada por al menos el 90 % de los accionistas, la empresa adquirente

puede exigir la venta forzosa (*sell out*) a los accionistas restantes al mismo precio de la OPA en el plazo de tres meses tras el fin de dicho período de aceptación. De manera simétrica, en esta situación los accionistas que no hubieran acudido a la OPA inicialmente podrán en el mismo plazo exigir la compra de sus participaciones (*squeeze out*).

### **2.2.3.- OPA dirigidas a accionistas minoritarios vs. OPA dirigidas a accionistas de control**

Esta clasificación surge a partir de algunas diferencias en las características y consecuencias de los procesos de OPA según si la empresa objetivo tiene una estructura accionarial concentrada en uno o varios accionistas mayoritarios o de control, o si por el contrario la propiedad de la sociedad opada está atomizada en el sentido de existir un gran número de accionistas con un peso relativo bajo de participación en la empresa. No se trata de una clasificación recogida de manera expresa en la ley, pero ya hemos visto cómo existen previsiones legales que buscan la protección del accionista minoritario ante los casos de OPA, como la exigencia del lanzamiento de una oferta obligatoria en las tomas de control con el fin de distribuir la prima de control pagada entre todos los accionistas y evitar que se lucren con esta únicamente los accionistas mayoritarios que por sí mismos podrían, en caso de que no existiera la OPA obligatoria, decidir individualmente sobre la prosperidad de la oferta de adquisición y embolsarse la prima pagada en la oferta.

Ya hemos visto que al lanzar una OPA sobre una empresa objetivo son los accionistas los encargados de decidir sobre el futuro de la operación mediante la venta o retención de sus acciones al precio ofrecido. Cuando se trata de empresas en las que hay una gran dispersión accionarial, se da una situación de descoordinación en el que cada uno de los accionistas minoritarios supone que su decisión individual de vender o no sus acciones no va a afectar al resultado final de la OPA. Debido a esta creencia, los accionistas solo venderán sus acciones cuando consideren que el precio ofertado sea al menos igual a la mejora de la que se beneficiarán tras materializarse la adquisición, pues en caso de que el precio de la oferta sea inferior decidirían conservar su participación en la empresa objetivo hasta que se produzca la mejora en la valoración de su empresa tras la operación de adquisición. Sin embargo, un precio en la OPA que iguale la mejora esperada en la empresa objetivo anula los beneficios para el adquirente, por lo que se produciría un fracaso de la OPA y se mantendría el equipo directivo (supuestamente ineficiente) preexistente de la sociedad objetivo (Baixauli, 2004: 143). Esta situación fue descrita por Grossman y Hart (1980) y es conocida como el problema del *free rider*, aunque también es referido por los economistas como el problema de acción

colectiva. Según la teoría económica, el problema de los *free riders* implica que no podrán realizarse operaciones para lograr el control dirigidas a accionistas minoritarios y que sean beneficiosas para el oferente si no se cumple bien que no toda la mejora del valor tras el cambio se refleje en el valor de las acciones de la empresa objetivo, o bien que el oferente parta de una situación en que tenga una participación previa en la empresa objetivo que le permita obtener beneficios del cambio de control —de manera que, aun cuando deba ofrecer a los accionistas un precio al menos igual a la mejora que experimentará la empresa tras el cambio de control para que accedan a vender sus participaciones, el oferente podrá realizar una operación eficiente al poder compensar los costes de la transacción con la revalorización de sus propias acciones poseídas previamente al lanzamiento de la OPA— (Aparicio, 2007). Además, la operación será menos rentable para los accionistas minoritarios cuanto mayor sea dicha participación previa del oferente debido a que la mayor probabilidad de lanzamiento de una OPA en estos casos implicaría que el precio de mercado de la empresa objetivo antes de la OPA ya incluiría una prima que reflejara tal posibilidad.

Cuando la oferta de adquisición va destinada a empresas en las que una parte importante del capital social está en manos de un accionista de control, se facilita la realización de los cambios del control de sociedades, ya que este accionista es consciente de su poder de decisión y de que su venta puede ser necesaria para permitir un aumento del valor de la empresa, eliminándose de esta manera el problema del *free rider* (Aparicio, 2007: 23). En cambio, surgen dos problemas distintos: el encarecimiento de la operación por la necesidad de compensar al accionista de control la pérdida de sus rentas de control al perder la gestión de la empresa (por tanto suponiendo que dicho accionista era además gestor), y la producción de una externalidad al no tenerse en cuenta en la operación los intereses del resto de los accionistas minoritarios presentes en la empresa objetivo. A raíz de esto, la normativa vigente se ha centrado en la protección del accionista minoritario para evitar que se vea perjudicado por negociaciones entre oferente y accionista mayoritario que excluyan al resto de los accionistas en el reparto de la prima de control, eliminando además la figura de OPA obligatoria parcial para pasar a exigir que en los casos de toma de control, la OPA se dirija necesariamente a la totalidad de las participaciones. La extensión de la oferta a los accionistas minoritarios tendrá por efecto disminuir el precio máximo dispuesto a pagar por el oferente, que a su vez implicará una reducción en el número de operaciones realizadas aun cuando pudieran ser eficientes económicamente, aunque como contrapeso desincentivará las operaciones que no lo sean (Aparicio, 2007: 24).

#### 2.2.4.- Las OPA competidoras

Una última distinción que puede hacerse entre los grandes tipos de OPA es la que concierne a las ofertas competidoras. Tienen esta consideración las ofertas lanzadas sobre valores que ya han sido objeto, en todo o en parte, de una oferta previa cuyo plazo de aceptación aún no ha finalizado, debiendo concurrir además los siguientes requisitos del artículo 42 del Real Decreto 1066/2007 sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores:

- Que sean presentadas en cualquier momento desde la presentación de la oferta inicial hasta el quinto día natural anterior a la finalización de su plazo de aceptación. Esto se exceptiona para el caso de las ofertas competidoras que además sean obligatorias —cuando se adquiriera el control de una sociedad sobre la que ya se ha lanzado otra OPA, y por tanto devenga obligatorio el lanzamiento de la OPA por la segunda empresa—, que podrán presentarse hasta el fin del plazo de aceptación, si bien en este supuesto deberán ser presentadas inmediatamente tras la concurrencia del supuesto que justifique su obligatoriedad y, en todo caso, en los cinco días hábiles siguientes. Además, cuando el hecho que implique la obligación de lanzar la OPA tenga lugar con posterioridad al plazo normal de presentación de ofertas competidoras, la CNMV ampliará los plazos de presentación de la OPA competidora obligatoria.
- Las ofertas competidoras deberán además lanzarse al menos sobre el mismo número de valores que la última oferta presentada.
- Por último, la formulación de una OPA competidora requiere hacer una mejora de las condiciones de la última oferta precedente, ya sea a través de un incremento en el precio ofrecido o contraprestación que se ofrezca, o a través de un mayor alcance de la oferta en cuanto al número de valores sobre los que se lanza.

Una consecuencia de la formulación de una OPA competidora es la modificación del plazo de aceptación de la oferta u ofertas anteriores, ya que se interrumpe el cómputo de dichos plazos de manera que queden ampliados para que su finalización coincida con el de la última oferta presentada. Además, las ofertas competidoras voluntarias —de manera simétrica a como ocurre en los procesos no competitivos— podrán condicionar su efectivo lanzamiento a que sean aceptadas por un porcentaje de capital mayor que el de las ofertas anteriores. Otras posibilidades específicas que ofrece la regulación de las OPA competidoras serían la del oferente inicial de pactar con la empresa objetivo el cobro de una comisión o *break-up fee* como compensación de los gastos de preparación de su oferta para el caso de que la OPA se resuelva a favor de otra oferta competidora; la de los titulares de valores de la sociedad opada de formular aceptaciones múltiples ante las distintas ofertas, debiendo indicar el orden

de preferencia e informando de la aceptación a los oferentes; la de las empresas oferentes de desistir de sus ofertas tras la autorización de otra OPA competidora posterior; o la de modificar las condiciones de las ofertas en cualquier momento desde que hayan sido autorizadas todas las OPA competidoras anunciadas y hasta el quinto día hábil desde la terminación del plazo de presentación de ofertas, momento en el cual los oferentes deberán presentar en sobre cerrado ante la CNMV una comunicación que, o bien incluya su última mejora, o bien anuncie su desistimiento en la oferta.

Chamorro Domínguez (2011: 54-56) señala varias motivaciones que impulsan a las empresas oferentes a lanzar ofertas competidoras sobre otras empresas ya afectadas por una OPA. La primera de ellas viene del aprovechamiento de la inversión y costes asumidos por el oferente inicial en el proceso de búsqueda de una oportunidad de negocio concretada en una empresa cuya adquisición tiene el potencial de reportar beneficios; si bien la motivación para lanzar la OPA competidora en estos casos disminuirá cuando estemos ante el supuesto de que la oferta original coincida con una oferta obligatoria por toma de control, ya que se dificultará la mejora de las condiciones de la oferta original al abarcar a la totalidad de los valores de la sociedad opada.

En ocasiones, el lanzamiento de una OPA competidora puede que no guarde relación directa con el atractivo de la empresa opada para el oferente competidor, sino con la conveniencia de lanzamiento de dicha oferta como técnica obstruccionista de la OPA original para evitar que el oferente inicial adquiera el control de la empresa opada y obtenga así una posición en el mercado que resulte amenazante para el competidor. El mercado español presencié hace años varios ejemplos de este tipo de práctica, en los que fueron lanzadas OPA competidoras con el objetivo de procurar el fracaso de ofertas iniciales legítimas para terminar desistiendo en estas ofertas (Garrido García, 1991: 380), si bien a partir de la entrada en vigor del Real Decreto 1066/2007 se ha logrado frenar el empleo de esta estrategia.

Otra motivación que destaca como fundamento del lanzamiento de la OPA competidora es la actuación como caballero blanco ante la llamada de auxilio de una empresa objeto de una oferta de adquisición hostil. El deber de abstención o pasividad (*passivity rule*) de los administradores es uno de los ejes de nuestra regulación de OPA a partir de la Directiva 2004/25/CE, que lo recoge en su artículo 9 y busca evitar que los administradores de las sociedades afectadas por una OPA pongan en marcha conductas defensivas durante el período de vigencia de la misma que limiten las probabilidades de éxito del oferente y alteren la dinámica y funcionamiento del mercado de control de sociedades. El fundamento del deber de abstención reposa sobre el hecho de que los accionistas son quienes deberían valorar y

decidir sobre la oferta recibida, por lo que tiene sentido regular la exigencia de que los administradores no lleven a cabo actos que puedan obstruir o interferir con la oferta (Chamorro Domínguez, 2011: 58). No obstante, el deber de abstención se excepciona para el caso de las medidas defensivas consistentes en la búsqueda de ofertas competidoras, las cuales no requerirán autorización previa de la junta de accionistas (artículos 9.2 de la Directiva 2004/25/CE y 28 del RD 1066/2007). Esto se debe a que la concurrencia de varias ofertas sobre la empresa objetivo es un factor positivo (1) tanto para los accionistas de dicha empresa, debido a la ampliación de opciones entre las que elegir y la repercusión que tiene la puja de varios oferentes sobre el precio final pagado en la OPA —elevándolo—, (2) como para la competencia y eficiencia del mercado de control societario; si bien en la búsqueda de ofertas competidoras también deberán respetarse los intereses de los distintos oferentes, reflejado en la obligación de que los administradores respeten la igualdad informativa entre los competidores de forma que la sociedad opada deberá proporcionar la información que le soliciten las empresas competidoras cuando tal información haya sido facilitada a otros oferentes (artículo 46 RD 1066/2007).

Habiendo comprobado la legitimidad de la búsqueda de ofertas competidoras por la empresa opada, la estrategia del caballero blanco consiste en una estrategia de defensa reactiva ante un intento de adquisición hostil mediante la cual la empresa objetivo trata de encontrar un oferente competidor —el caballero blanco— dispuesto a realizar otra oferta de adquisición —en este caso amistosa— que por motivos estratégicos o económicos sea más deseable que el oferente inicial —el caballero negro—. En cuanto al impacto general de esta estrategia en el precio de cotización de las empresas involucradas, un estudio realizado en 2010 (Cuijpers) analizando 65 adquisiciones en las que participaba un caballero blanco entre 1995-2010 desveló que, además de los rendimientos anormales positivos de la empresa objetivo tras recibir la oferta inicial, esta misma empresa se beneficiaba también de significativos rendimientos anormales positivos por el aumento de competencia tras la entrada del caballero blanco. Sin embargo, los accionistas de la empresa competidora se enfrentaban a rendimientos anormales negativos alrededor de la fecha del anuncio de la oferta, lo cual se podría explicar por una falta de justificación estratégica de la oferta de adquisición.

Como último apunte sobre las OPA competidoras, conviene recalcar el beneficio que conlleva para los accionistas de la empresa objetivo el surgimiento de un proceso competitivo por la adquisición de dicha empresa. La existencia de ofertas competidoras lleva a una evolución alcista de la contraprestación ofrecida por la toma de control de la empresa opada, lo cual en algunos países ocurre como consecuencia de la regla de la oferta y la demanda —ejemplos de ello serían el sistema inglés o norteamericano, donde no existe una regulación expresa de

los procesos competitivos que busque maximizar la rentabilidad obtenida por los accionistas de la empresa objetivo—, mientras que en otros —como es el caso español— la propia normativa es la que garantiza que esto ocurra mediante la imposición de que las ofertas competidoras mejoren las condiciones de la OPA inicial (Chamorro Domínguez, 2011: 50-51). Si nos fijamos en datos reales, un análisis realizado en 2007 (Aparicio) a partir de una muestra compuesta por las OPA aprobadas por la CNMV entre 1999 y 2006 y que tenían como finalidad la toma de control o aumentos significativos de la participación, se observó que los accionistas que acudieron a la oferta en el caso de OPA competidoras obtuvieron una rentabilidad media del 24,8 % frente a un 11,6 % obtenido en los procesos que no fueron competitivos. La rentabilidad media para los accionistas en los procesos competitivos también fue alrededor de un 10 % superior que en procesos con un único oferente para las estrategias de venta distintas de acudir a la OPA, como son la venta de los títulos en el mercado inmediatamente después del anuncio de la oferta, del conocimiento de la autorización de la misma por la CNMV, del inicio del período de aceptación o de la publicación de los resultados de la OPA.

Además, ante la existencia de OPA competidoras, los accionistas podrán verse favorecidos no solo por la posibilidad de optar por la oferta pujante que sea superior monetariamente, sino también por la posibilidad de elegir al oferente más afín a sus intereses de entre las distintas alternativas. Dándole la vuelta al argumento, un posible riesgo de los procesos competitivos de subasta podría ser la potencial afectación a la eficiencia del mercado de control si los accionistas deciden vender sus participaciones al mejor postor pero no al mejor en términos de eficiencia para la sociedad, provocando la permanencia de malos gestores al mando de las sociedades opadas.

### **3.- ESTUDIO DE CASO: OPA COMPETIDORA A APPLUS**

En este capítulo se analizará el caso de la OPA competidora lanzada sobre la empresa española Applus, el proceso competitivo más reciente que se ha tramitado en España y que apenas ha sido resuelto a principios de junio de 2024 tras más de un año desde que se avivaron los primeros rumores de una posible adquisición. La elección de una OPA competidora se debe a la novedad que suponen aún en nuestro país, apreciable en la proporción que representan los procesos competitivos de adquisición dentro del total de ofertas públicas de adquisición registradas en la CNMV desde 1989: del total de 416 ofertas autorizadas, solo en 14 casos de OPA se llegaron a presentar formalmente ofertas competidoras, y únicamente 3 de ellas sujetas al régimen actual tras la aprobación del Real



Decreto 1066/2007. Además, de esos 14 procesos competitivos solo en 3 se ha presentado más de una oferta competidora; en el caso de Applus, existió un tercer fondo de capital privado —Apax Partners— que consideró la adquisición de la empresa objetivo, pero que no llegó a presentar una oferta competidora formal, motivo por el cual ha sido omitido en el análisis.

En concreto, de entre las OPA competidoras se ha escogido el caso de Applus por ser un proceso que aún no ha sido apenas estudiado en comparación con sus precedentes debido a su muy reciente resolución —el anterior supuesto de OPA competidora en nuestro país fue el de Abertis en 2017, fecha desde la cual ha sido abordado en diversos trabajos—; y por la peculiaridad de algunos acontecimientos que como veremos se dieron a lo largo del proceso y que provocaron modificaciones en las ofertas respectivas y el desistimiento en último término del oferente inicial.

Haciendo un adelanto de lo que veremos en los siguientes epígrafes, la OPA sobre Applus se trató de una oferta de adquisición voluntaria, competidora, amistosa, de conglomerado y dirigida a accionistas minoritarios, siguiendo la clasificación de las tipologías de adquisiciones y OPA que se ha detallado en las páginas anteriores de este trabajo.

### **3.1.- LAS EMPRESAS INVOLUCRADAS**

La empresa afectada u objetivo de este proceso competitivo fue Appplus Services, S. A., una sociedad anónima cotizada española líder mundial en el sector de inspección, ensayos y certificación que opera bajo el nombre comercial Applus+. Nace en 1996 como filial del grupo Aguas de Barcelona como forma de diversificación de su actividad entrando en el sector de la inspección de vehículos, para lanzarse en 2003 la marca Applus a nivel global. Su capital social (tras la reducción de un 5 % mediante la amortización de acciones propias, aprobada el 8 de junio de 2023) es de 12.907.413,30 € dividido en 129.074.133 acciones de 0,10 € de valor nominal cada una, totalmente suscritas y desembolsadas y negociadas en las cuatro Bolsas de Valores —de Madrid, Barcelona, Valencia y Bilbao— a través del Sistema de Interconexión Bursátil, en las que cotiza desde que su antiguo propietario, el fondo de inversión Carlyle, decidió sacar a bolsa a la compañía en 2014 mediante una oferta pública de venta. Se trata de una empresa que ha tenido una actividad bastante intensa en el mercado de fusiones y adquisiciones, habiendo adquirido más de 50 compañías desde 2004 que han permitido su expansión internacional a más de 70 países y un buen posicionamiento en su sector, además de sumar a su cartera otros servicios complementarios mediante inversiones realizadas muy recientemente y de alto valor añadido. Estos factores, sumados al plan estratégico que lleva implementando desde después de la pandemia —con el que preveía

incrementar sus ingresos a un ritmo de alrededor de un 10 % anual hasta 2024 y lograr un crecimiento anual del 6 % hasta 2030— y al buen negocio que algunos analistas ven en las inspecciones técnicas, podrían hacer de su adquisición una buena inversión (De las Heras, 2023; Vidal, 2023). Expertos del banco de inversión Renta 4 señalaron desde inicios de 2023 que la empresa pasaba desapercibida en un sector que presenta un crecimiento superior al del PIB global y margen para consolidarse a pesar de encontrarse entre los puestos más elevados en cuanto a ingresos y rentabilidad sobre su flujo de caja libre, habiendo acumulado un desplome del 55 % desde que comenzó a cotizar una década atrás. Este bajo rendimiento en el mercado —que demuestra que es una empresa infravalorada— explicaría el interés suscitado entre los fondos de inversión por adquirirla y justificaría una futura exclusión de cotización (Díaz, 2023). Además, esa mala valoración previa de la empresa opada en el mercado podría llevar a la generación de mayores ganancias para la misma tras el anuncio de su adquisición —la relación entre estas variables fue analizada y confirmada en un estudio realizado por Gómez Ansón y Fernández Álvarez (1999) a partir de los anuncios de OPA sobre empresas cotizadas en la Bolsa de Madrid entre 1988 y 1994—. Esto podría deberse a una suerte de compensación del mercado por la adquisición de una empresa gestionada deficientemente si dicha valoración bursátil se debía a la baja calidad de su gestión previa —lo cual estaría relacionado con la motivación disciplinaria como fundamento de la adquisición, dirigida a destituir al equipo directivo—, o explicarse por una corrección de las ineficiencias valorativas ante adquisiciones especulativas de empresas que parten de una situación de infravaloración debida a asimetrías informativas —modificando al alza el valor de la empresa—. Por otro lado, siendo Applus una compañía con capital muy disperso y sin socios de control, podría dificultarse y añadirse incertidumbre sobre la puja por su control al no poder garantizarse el éxito de una OPA mediante un acuerdo entre el oferente y la empresa objetivo.

El oferente inicial en este proceso competitivo de OPA fue Manzana Spain Bidco, S.L.U., una sociedad constituida en España el 12 de junio de 2023 con la finalidad de formular la oferta de adquisición, con un capital social de 3.600 € representado por acciones de 1 € de valor nominal cada una y no admitidas a negociación en ningún mercado de valores. La sociedad oferente está participada indirectamente —a través de una cadena de sociedades y vehículos constituidos con motivo de la OPA— por varios fondos de inversión, los denominados Fondos Inversores de Apollo, que son gestionados a su vez por filiales indirectas de Apollo Global Management, Inc., una entidad estadounidense negociada en la Bolsa de Nueva York y no controlada por ninguna otra compañía. Ni estas entidades conformantes del Grupo Apollo (en su conjunto, un gestor global de activos alternativos y proveedor de servicios de pensiones)

ni la sociedad oferente en la OPA poseían participaciones u otros instrumentos financieros que otorgaran derechos de suscripción o adquisición de acciones de la empresa Applus, así como tampoco actuaban de manera concertada con ningún tercero en el proceso de la OPA ni existía acuerdo alguno entre el oferente y Applus.

El oferente competidor fue Amber EquityCo, S.L.U., una sociedad igualmente constituida en España, con un capital social de 3.000 € consistente en acciones de 1 € de valor nominal y participada indirectamente a través de varias sociedades intermedias por la sociedad inglesa Amber JVCo Limited. Esta última tiene la siguiente distribución de su capital social: (1) un 25 % corresponde a Cube Amber UK Holdings Limited (ISQ TopCo1); (2) otro 25 % corresponde a Cube Amber USTE HoldCo, LLC (ISQ TopCo2), que conjuntamente con ISQ TopCo1 forman ISQ TopCos y son participadas indirectamente por un fondo de capital privado (ISQ Fund III), que es controlado por la sociedad de responsabilidad limitada ISQ Global Fund III GP, íntegramente participada por ISQ Holdings, una firma global de inversión independiente registrada como asesora de la Comisión Nacional del Mercado de Valores en EEUU, y que en último término tiene detrás a I Squared Capital, una empresa estadounidense de *private equity* centrada en inversiones en infraestructuras; y (3) el 50 % restante del capital social es propiedad de AmberTopCo S.à r.l. (TDR TopCo), íntegramente participada por TDR Capital V L.P. (TDR Fund V) que en última instancia es controlada por TDR Capital LLP, una empresa europea de capital riesgo que busca invertir en empresas con sede en Europa. El oferente, las sociedades intermediarias, y TDR Topco y ISQ TopCos («los inversores») son sociedades constituidas específicamente para la realización de la oferta y la canalización de la inversión de ISQ Fund III y TDR Fund V hacia Applus. Al igual que en el caso de Manzana Spain Bidco, ninguna de estas sociedades y fondos eran titulares directos o indirectos de acciones de Applus, ni actuaban en concierto con terceros en relación con la oferta, ni tenían ningún acuerdo suscrito en relación con la oferta o con Applus.

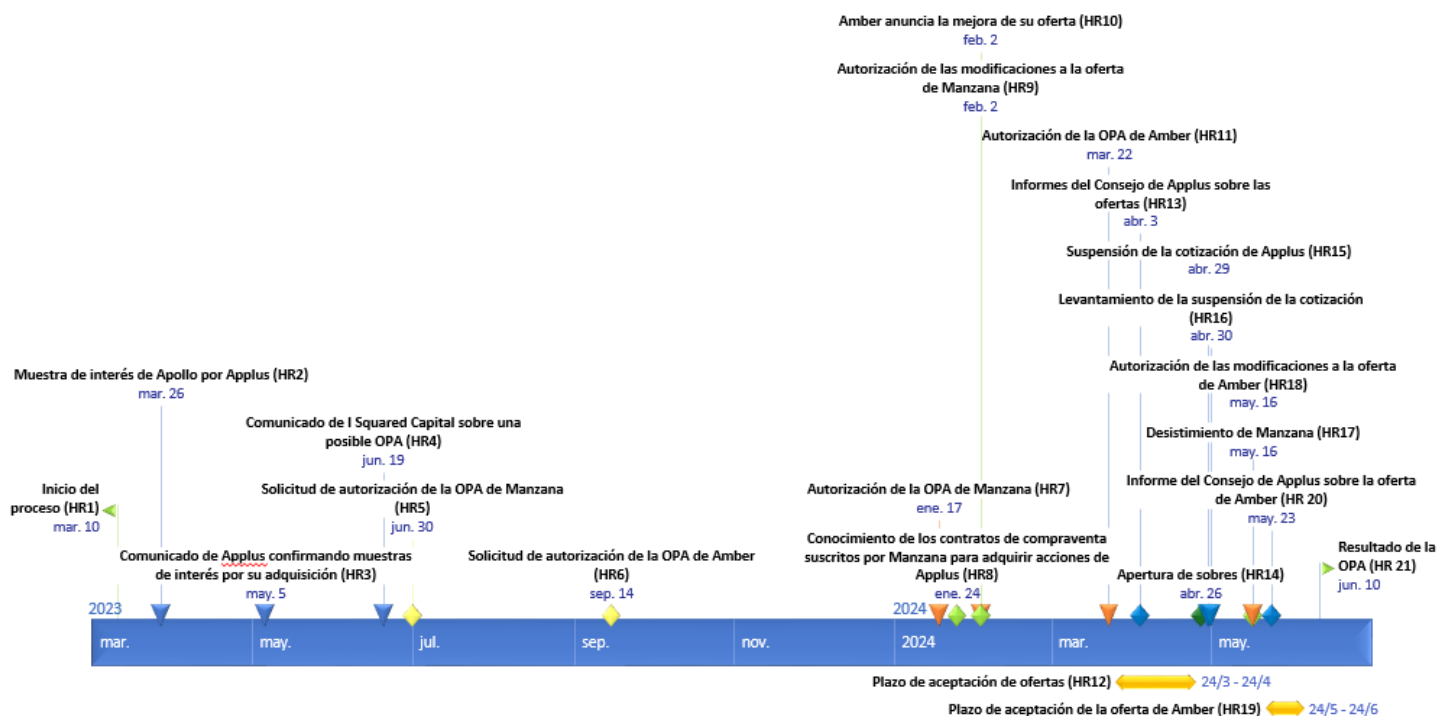
Las diferencias entre el sector en que opera la empresa objetivo —fundamentalmente en el de las inspecciones técnicas— y los modelos de negocio de las entidades que están detrás de Manzana Spain Bidco y Amber EquityCo —Apollo, TDR Capital e I Squared Capital como fondos de inversión y empresas de *private equity*— permiten descartar que en este caso de OPA se esté persiguiendo una adquisición vertical que busque acaparar más fases de la cadena de suministro de la empresa adquirente, o una adquisición horizontal de una empresa competidora que otorgue mayor poder de mercado al adquirente a la par que ofrezca economías de escala. En cambio, se trataría de una adquisición de conglomerado cuyo principal fin sería la diversificación del negocio de la empresa adquirente y la reducción de su riesgo.

### 3.2.- CRONOLOGÍA DE LA OPA Y RESOLUCIÓN

En la Imagen 3.1 y la Tabla 3.1 se muestran de manera cronológica y resumida los principales hechos relevantes del proceso competitivo por la adquisición de Applus. Para su elaboración, se ha utilizado la información oficial publicada en la página web de la CNMV a través de comunicados de información relevante, de información privilegiada, y los anuncios y folletos explicativos de las ofertas públicas de adquisición de las empresas oferentes; así como algunas noticias de prensa en las que se difundió información determinante para el proceso.

Con la finalidad de facilitar su seguimiento y posterior análisis en el epígrafe 3.3, los hechos relevantes se han numerado a efectos de este trabajo al margen de los números de registro respectivos de cada comunicado o publicación de la CNMV a los que corresponden. Además, las fechas tenidas en cuenta para la identificación de los hechos relevantes son las correspondientes a la difusión oficial por la CNMV de la información de que se trate, para así permitir analizar adecuadamente los efectos en el mercado del conocimiento de tal información.

Imagen 3.1: Eje cronológico de los hechos relevantes en el proceso competitivo sobre Applus



Fuente: Elaboración propia.

Tabla 3.1: Hechos relevantes en el proceso competitivo sobre Applus

N.º Hecho relevante	Fecha	Suceso
1	10/03/2023	Se difunde en prensa la contratación por Applus a JP Morgan como asesor ante posibles ofertas de adquisición
2	26/03/2023	Oferta no vinculante de Apollo a Applus, solicitando la realización de un <i>due diligence</i>
3	05/05/2023	Applus emite un comunicado a la CNMV sobre la recepción de muestras de interés por su adquisición
4	19/06/2023	I Squared Capital emite un comunicado a la CNMV confirmando la posibilidad de lanzar una OPA a Applus en concierto con TDR
5	30/06/2023	Difusión de la solicitud de autorización de la OPA de Manzana Spain a 9,5 €/acción
6	14/09/2023	Difusión de la solicitud de autorización de la OPA de Amber Equity a 9,75 €/acción
7	17/01/2024	Autorización por la CNMV de la OPA de Manzana Spain
8	24/01/2024	La CNMV publica la información sobre los contratos de compraventa suscritos por Manzana para adquirir acciones de Applus representativas del 21,85 % de su capital a 10,65 €/acción, por lo que elevará a este el precio ofrecido en su oferta, que devendrá incondicional
9	02/02/2024	Autorización por la CNMV de las modificaciones a la oferta de Manzana Spain
10	02/02/2024	Amber anuncia la mejora de su oferta a 11 €/acción y la reducción del umbral mínimo de aceptación de su oferta al 50 %
11	22/03/2024	Autorización por la CNMV de la OPA de Amber Equity
12	26/03/2024	Inicio del plazo de aceptación de las ofertas hasta el 24 de abril
13	03/04/2024	Publicación de los informes del Consejo de Applus sobre las ofertas recibidas
14	26/04/2024	Apertura de sobres con las últimas ofertas, en las que Amber supera a Manzana ofreciendo 12,78 €/acción
15	29/04/2024	Suspensión de la cotización de Applus ante anomalías en el mercado
16	30/04/2024	Levantamiento de la suspensión ante la cooperación de Applus
17	16/05/2024	Desistimiento de la oferta de Manzana
18	16/05/2024	Autorización por la CNMV de las modificaciones a la oferta de Amber tras la fase de sobres y publicación del correspondiente suplemento al folleto explicativo
19	21/05/2024	Inicio del plazo de aceptación de la oferta de Amber hasta el 4 de junio
20	23/05/2024	Publicación del informe del Consejo de Applus sobre la oferta de Amber
21	10/06/2024	Publicación del resultado de la OPA con una aceptación del 70,65 % del capital

Fuente: Elaboración propia.

A continuación, nos referiremos con detalle a cada uno de los hechos relevantes mostrados.

#### Hecho relevante n.º 1: Inicio del proceso

El inicio del proceso competitivo por la obtención del control de la empresa Applus se remonta al 10 de marzo de 2023, cuando se difundió en el periódico *Expansión* la noticia de la contratación por parte de Applus al banco estadounidense JP Morgan como asesor ante las muestras de interés de varios fondos de inversión por una posible adquisición de la empresa (Bravo y Morán, 2023).

#### Hecho relevante n.º 2: Muestra de interés de Apollo por la adquisición de Applus

El 26 de marzo Apollo remitió una oferta no vinculante al Consejo de Administración de Applus comunicando el interés de los Fondos Inversores de Apollo por considerar la adquisición de la empresa afectada en este caso y solicitando la realización de un *due diligence* a Applus.

#### Hecho relevante n.º 3: Comunicado de Applus confirmando muestras de interés por su adquisición

El 5 de mayo de 2023, la sociedad afectada emitió un comunicado de información privilegiada dirigido a la CNMV informando de la recepción de muestras de interés por parte de algunos inversores de una posible adquisición de la empresa y la solicitud recibida de acceso a información, la cual fue concedida (CNMV, 2023a).

#### Hecho relevante n.º 4: Comunicado de I Squared Capital sobre una posible OPA

El 19 de junio de 2023, a raíz de varias noticias en los medios de comunicación, el fondo inversor en infraestructuras estadounidense I Squared Capital (el cual está detrás del fondo ISQ) respondió a la solicitud la CNMV emitiendo otra comunicación de información privilegiada en la que confirmó que estaba considerando la posibilidad de lanzar junto con los fondos de inversión gestionados por TDR (en conjunto, los fondos que están detrás de Amber EquityCo) una oferta pública de adquisición sobre la totalidad de acciones de Applus (CNMV, 2023b). Esta comunicación no se trató de un anuncio formal de formulación de una oferta, pues aún no existía certeza alguna sobre si se llevaría a cabo, pero sí que tuvo el efecto de instar a Apollo —a través de Manzana Spain Bidco— a poner en marcha su propio proceso para intentar adquirir el control de Applus.

#### Hecho relevante n.º 5: Difusión de la solicitud de autorización de la OPA de Manzana a 9,5 €

El que fue oferente inicial, Manzana Spain, presentó el 29 de junio de 2023 ante la CNMV la solicitud de autorización de su oferta pública de adquisición de valores a Applus (CNMV, 2023c), hecho que fue difundido por el organismo el 30 de junio, y admitiéndose a trámite la solicitud con fecha de 17 de julio. Un posible motivo de la solicitud directa de la autorización de la OPA sin realizar previamente un anuncio de la misma podría ser la aceleración del

proceso para así evitar el riesgo de que un posible oferente competidor se adelante en la presentación de la OPA ante la CNMV tras el anuncio de la intención del oferente inicial (García de Enterría, 2024: 8). Esto se debe a que la fecha del anuncio de una oferta de adquisición no se tiene en cuenta a efectos del orden de presentación de ofertas competidoras para determinar quién es el oferente inicial en el proceso y quién el oferente competidor (artículo 40 del RD 1066/2007), lo cual impulsa a las empresas a presentar sus ofertas formales a la CNMV con rapidez tras su anuncio o incluso —como sucedió en este caso— a omitir el anuncio y solicitar directamente la autorización de la OPA a la CNMV.

En concreto, la oferta consistió en una oferta voluntaria dirigida a la adquisición del 100 % de las acciones de Applus, formulada como una compraventa de acciones y cuya contraprestación ofrecida fue de un pago en efectivo de 9,5 € por cada acción, tal y como se predijo en la prensa económica. A pesar de no estar obligada a ello al tratarse de una oferta voluntaria, la empresa oferente acreditó mediante un informe de valoración realizado por KPMG que el precio ofrecido cumplía los requisitos para ser considerado precio equitativo, no habiendo adquirido ni el oferente ni ningún otro miembro del grupo Apollo acciones de Applus en los doce meses anteriores a la solicitud de autorización de la oferta. Este precio ofertado supuso una prima del 2,3 % sobre el precio de cotización de las acciones de Applus del último día hábil bursátil anterior a la presentación de la solicitud (9,29 €), y de un 36,8 % respecto al precio medio ponderado de cotización durante el año anterior (6,94 €), ya que las acciones de Applus venían cotizando a precios mucho más bajos, especialmente hasta la difusión a principios de mayo de las noticias que reflejaban la sospecha de una posible adquisición a la empresa. Además, al tratarse de una OPA voluntaria, el oferente optó por condicionar su efectividad a que se cumplieran ciertos requisitos, entre ellos la aceptación de la oferta por un mínimo del 75 % del capital social de Applus. Según se indicó en la solicitud de autorización de la oferta, la finalidad última de la OPA era excluir de cotización las acciones de Applus, bien ejerciendo el derecho de venta forzosa o *sell out* si Apollo lograba al menos un 90 % de aceptación por los accionistas de la sociedad objetivo, o bien —si no se alcanza el umbral del 90 % de aceptación pero sí el umbral de aceptación mínima del 75 % para la efectividad de la oferta— a través de la excepción que prevé el RD 1066/2007 en su artículo 11.d) al lanzamiento de una OPA específica para la exclusión de negociación. Para el caso de no alcanzar el 75 % de los derechos de voto de Applus, considerarían renunciar a la condición de aceptación mínima y lanzar una oferta de exclusión de acuerdo con el artículo 10 del RD.

Hecho relevante n.º 6: Difusión de la solicitud de autorización de la OPA de Amber a 9,75 €

El 14 de septiembre de 2023, con las autorizaciones respectivas de ISQ y TDR, la empresa Amber Equity presentó ante la CNMV una solicitud de autorización de su oferta pública,

voluntaria y competidora, de adquisición de la totalidad de acciones de Applus (CNMV, 2023d). Su carácter de competidora, como hemos visto, la somete a un régimen ligeramente distinto del de una OPA normal, y entre otras cosas requiere que se cumplan unos requisitos adicionales recogidos en el artículo 42 del RD 1066/2007. En primer lugar, debe presentarse dentro de un plazo que va desde la presentación de la oferta inicial y que finaliza cinco días naturales antes de la finalización del plazo de aceptación de dicha oferta, requisito que se cumple en este caso, ya que la oferta de Apollo no fue autorizada hasta meses después. Además, la oferta de Amber se dirigió al mismo número de acciones (el 100 %) y realizó una mejora en el precio, ofreciendo 9,75 € por acción a pagar en efectivo. Tal precio reunió igualmente los requisitos para tener la consideración de precio equitativo, como certificó Kroll Advisory en su calidad de experto independiente. La prima que incluyó en este caso el precio ofertado ascendería a un 4,98 % respecto al precio de cotización al cierre del último día bursátil anterior a la solicitud de autorización de la oferta inicial, un 40,49 % respecto al precio medio ponderado del año anterior a dicha fecha, y a un 2,63 % respecto al precio ofertado por Manzana Spain Bidco. La oferta se condicionó nuevamente a la superación de un umbral mínimo de aceptación del 75 % del capital social de Applus, y tuvo como finalidad última la exclusión de cotización de la empresa de la misma forma que la oferta de Manzana Spain.

#### Hecho relevante n.º 7: Autorización por la CNMV de la OPA de Manzana

El 17 de enero de 2024, la CNMV autorizó la OPA lanzada por el oferente inicial, fecha tras la cual el oferente dispondría de cinco días hábiles como máximo para la difusión pública de la oferta. Sin embargo, el folleto informativo no sería publicado hasta el 2 de febrero, ya que, como se verá a continuación, entre medias se produjo un hecho que daría lugar a la modificación de las condiciones de la oferta.

#### Hecho relevante n.º 8: Conocimiento de los contratos de compraventa suscritos por Manzana para adquirir acciones de Applus

Con fecha de 23 de enero, Manzana Spain informó a la CNMV de la suscripción de varios contratos de compraventa con titulares de acciones y de derivados sobre las acciones de Applus por los que se comprometía a adquirir hasta 28.204.123 acciones de Applus —y a inmovilizarlas hasta la liquidación de la oferta—, representativas del 21,85 % de su capital social, a un precio de 10,65 € por acción (CNMV, 2024a), información que fue publicada por la CNMV el 24 de enero. Dichos contratos incluyeron además una serie de cláusulas compensatorias en función del resultado de la OPA, a saber: (1) cláusulas *earn-out*, que prevén un pago por el oferente a los vendedores de estos contratos para el caso de que la OPA triunfe con un precio final ofertado superior a 10,65 €, que cubra la diferencia entre dicho precio final pagado y los 10,65 € recibidos por cada vendedor en virtud de los contratos de



compraventa; y (2) cláusulas *anti-embarrasment*, para el caso de que la OPA de Manzana no triunfe y esta decida revender a un tercero las acciones adquiridas mediante los contratos de compraventa a un precio superior antes del transcurso de un plazo estipulado a partir de la liquidación de la compraventa, en cuyo caso el oferente ofrecería una compensación de al menos un 75 % de la diferencia entre el precio al que el oferente adquirió las acciones y el precio al que las revenda posteriormente.

Como consecuencia de estos contratos, el precio de la oferta del oferente inicial se elevó automáticamente a 10,65 €, correspondiente con el precio más alto pagado en virtud de los contratos —de forma que seguiría cumpliendo con los requisitos de precio equitativo, lo cual permitiría al oferente acogerse a la excepción de oferta obligatoria para alcanzar el control tras una oferta voluntaria si tras esta OPA no se lograra obtener al menos el 50 % del capital de Applus (artículo 8.f RD)—, y la oferta devino incondicional —eliminando por tanto la condición de aceptación mínima del 75 % del capital— (CNMV, 2024b).

#### Hecho relevante n.º 9: Autorización por la CNMV de las modificaciones a la oferta de Manzana

Las modificaciones de la oferta inicial de Manzana a raíz de la suscripción de los contratos de compraventa se reflejaron en el folleto explicativo que fue autorizado y publicado por la CNMV el 2 de febrero de 2024.

#### Hecho relevante n.º 10: Amber anuncia la mejora de su oferta a 11 € y reducción del umbral de aceptación mínima

Las nuevas condiciones de la OPA de Manzana tuvieron a su vez implicaciones para la oferta de Amber, que, en su calidad de competidora, tendría que mejorar el nuevo precio si quería continuar con su oferta. El 2 de febrero, Amber emitió un comunicado de información privilegiada dirigido a la CNMV en el que anunció su decisión de incrementar el precio de su oferta a los 11 € por acción, así como de reducir el umbral mínimo de aceptación al que se condicionaba la efectividad de la oferta a un 50 % del capital social de Applus, más una acción (CNMV, 2024c).

#### Hecho relevante n.º 11: Autorización por la CNMV de la OPA de Amber

El 22 de marzo, la CNMV autorizó la oferta de adquisición formulada y modificada por Amber, tras lo que —dentro del plazo máximo de cinco días hábiles que se concede en virtud del artículo 22 del RD desde la autorización— la compañía publicaría el anuncio de la oferta con fecha de 25 de marzo.

#### Hecho relevante n.º 12: Inicio del plazo de aceptación de las ofertas

El plazo de aceptación de las ofertas, por tanto, se extendería del 26 de marzo al 24 de abril (treinta días naturales a contar desde el día siguiente a la publicación del anuncio, según el

artículo 44 del RD) y sería común para ambas ofertas, finalizado el cual las dos entidades oferentes —dado que ninguna había retirado su oferta— presentarían en sobre cerrado ante la CNMV su última mejora del precio.

#### Hecho relevante n.º 13: Publicación de los informes del Consejo de Applus sobre las ofertas

Entre tanto, el 3 de abril se conocieron los informes que de manera preceptiva corresponde emitir al Consejo de Administración de la sociedad opada relativos a las ofertas recibidas (CNMV, 2024d). Para ambas ofertas, el Consejo recalcó como aspectos positivos el alcance de las ofertas a la totalidad de las acciones de Applus, la razonabilidad de los precios ofrecidos y el pago íntegro en efectivo como modo de contraprestación, aunque respecto a la oferta de Amber puntualizó que esta, a diferencia de la del oferente inicial, estaba sometida a condiciones. También fue valorado positivamente por la empresa objetivo el hecho de que ambos oferentes estuvieran dispuestos a dar acceso a Applus a fondos de capital adicionales para impulsar su crecimiento orgánico e inorgánico y la implantación del nuevo plan estratégico, y que no pretendieran modificar la localización de los centros de actividad de la empresa opada ni las condiciones laborales de sus trabajadores y directivos; no obstante, el Consejo resaltó sobre ambos oferentes que estos tenían previsto cortar la distribución de dividendos a corto y medio plazo a los accionistas, y la intención ya comentada de excluir de negociación a Applus. Respecto a Amber, el Consejo aparentemente mostró recelo a la contemplación por el oferente competidor de una posible reestructuración societaria tras la liquidación de la oferta, que podría llevar a una fusión inversa del oferente con Applus. La opinión sobre el conjunto global de las condiciones de las ofertas fue favorable por unanimidad de votos en ambos casos, por lo que podría considerarse que, de llegar a liquidarse una oferta a favor de una u otra empresa oferente, se trataría de una adquisición amistosa. En cuanto a las acciones propias que Applus tiene en su cartera, así como aquellas poseídas directa o indirectamente por sus administradores, se manifestó la intención de formular una declaración de aceptación múltiple con la oferta de Amber —la que en el momento ofrecía la contraprestación más alta, de 11 € por acción— en primer puesto de preferencia.

#### Hecho relevante n.º 14: Apertura de sobres con las últimas ofertas

La apertura de sobres tuvo lugar el 26 de abril, resultando que el precio final ofrecido por Manzana fue de 12,51 € por acción, mientras que Amber solicitó modificar su oferta para elevar el precio hasta los 12,78 €, no cumpliéndose el requisito previo del artículo 45.6 del RD para que Manzana, como oferente inicial, pudiera presentar una última mejora de su oferta —dado que el precio presentado en su sobre fue más de un 2 % inferior al presentado por Amber—. Una vez se acreditaran las garantías complementarias de solvencia

correspondientes al aumento de la contraprestación, se autorizasen las modificaciones a las ofertas y se publicasen los anuncios respectivos, se reiniciaría el plazo de aceptación.

#### Hecho relevante n.º 15: Suspensión de la cotización de Applus ante anomalías en el mercado

El lunes 29 de abril fue suspendida de nuevo la negociación de Applus en las Bolsas, el SIBE y el mercado de derivados (MEFF) de manera cautelar por acuerdo de la CNMV. Según se indica en el comunicado que emitió el organismo (CNMV, 2024e), la decisión viene de una discrepancia sobre qué resultado de la OPA de Manzana merecería la calificación de «exitosa» a efectos de aplicar o no las cláusulas *earn-out* incluidas en los contratos de compraventa que contrajo dicha entidad para adquirir acciones de Applus. Según la CNMV, la OPA sería exitosa para esta si la oferta de Manzana no es retirada y se liquida, sin importar el porcentaje del capital que se alcance; según Manzana, su oferta tendría éxito si con ella logra adquirir la mayoría del capital de Applus. La Comisión entendió que esta interpretación podría dar lugar a una situación anómala en la que los fondos vendedores de las acciones de Applus en virtud de los contratos adquirieran acciones en el mercado a un precio incluso superior al de las ofertas presentadas, para después revenderlas a Manzana con el fin de beneficiarse mediante la compensación de la cláusula *earn-out* (más beneficiosa para los fondos que la cláusula *anti-embarrasment* que entraría en juego en caso de fracasar la OPA, ya que esta última solo ofrecería una compensación del 75 % del sobreprecio pagado en la reventa de acciones de Applus por Manzana respecto al precio estipulado en los contratos). Esto, a juicio de la CNMV, podría implicar un concierto entre dichos fondos (con un interés personal en el éxito de la OPA inicial) y Manzana para adquirir el control de Applus en virtud de contratos privados cuando tal control sería difícil de obtener a través de la OPA dado el precio inferior que este oferente presentó en la fase de sobres, de modo que se estaría distorsionando el proceso de OPA, afectando a la competencia de precios en el proceso y adquiriendo ilegalmente acciones a un precio superior al de la OPA. Por todo esto, se limitaron también las posibilidades operativas de los fondos contrayentes en el mercado hasta la liquidación de las ofertas competidoras.

#### Hecho relevante n.º 16: Levantamiento de la suspensión de la cotización

La suspensión a la cotización de Applus fue levantada tan solo un día después de la comunicación (CNMV, 2024f) después de que Manzana Spain alegara su transparencia ante el mercado y el organismo en todo momento respecto a los contratos suscritos y su voluntad de colaborar con la CNMV.

#### Hecho relevante n.º 17: Desistimiento de Manzana de su oferta

El 16 de mayo de 2024, Manzana Spain emitió un comunicado que se publicaría al día siguiente en el que la entidad anunció su desistimiento de la oferta sobre Applus al existir una oferta competidora superior (CNMV, 2024g). Añadió que, aun no considerando ni Manzana ni sus asesores que la situación que se estaba dando fuese incompatible con la regulación de las OPA, ya había avisado a la CNMV de su intención de desistir de su oferta cuando fuera posible con el fin de facilitar la resolución de la situación novedosa acaecida tras la apertura de sobres, en que las ofertas finales estuvieron muy próximas y se vislumbró una operativa de *trading* en el mercado por parte de algunos inversores. Manzana se comprometió adicionalmente —con la intención de procurar el funcionamiento ordenado del mercado de valores y del proceso de la OPA aún pendiente— a no entorpecer la resolución y liquidación de la OPA de Amber, absteniéndose entre otras cosas de adquirir o acordar la adquisición de acciones o derivados sobre acciones de Applus, y de presentar una nueva oferta sobre dicha entidad.

#### Hecho relevante n.º 18: Autorización por la CNMV de las modificaciones a la oferta de Amber

De forma paralela, con misma fecha se produjo la autorización de la modificación de la oferta de Amber realizada en fase de sobres y la publicación del suplemento al folleto explicativo de la oferta que incorporaba el precio final ofertado de 12,78 €. La oferta de Amber mantenía la finalidad última de excluir de negociación las acciones de Applus, bien (1) mediante el ejercicio del derecho de venta forzosa si se alcanza el umbral del 90 % de aceptación, (2) mediante la aplicación de la excepción de oferta pública de exclusión del artículo 11.d) del RD si la oferta es aceptada por al menos un 75 % del capital de Applus, o (3) mediante una nueva oferta, en este caso de exclusión de negociación, para el caso de que no se alcance el 75 % de los derechos de voto de Applus en la OPA pendiente y siempre que el precio al que deba formularse esta nueva oferta no supere los 12,78 € de la oferta actual.

#### Hecho relevante n.º 19: Inicio del plazo de aceptación de la oferta de Amber

El nuevo plazo de aceptación de la oferta remanente sería de quince días naturales a partir del día hábil bursátil siguiente al de la publicación del anuncio con las nuevas condiciones de la oferta de Amber, y se extendería del 21 de mayo al 4 de junio de 2024.

#### Hecho relevante n.º 20: Publicación del informe del Consejo de Applus sobre la oferta de Amber

Entre medias, el 23 de mayo el Consejo de Administración de Applus emitió de nuevo el informe preceptivo —aunque no vinculante— en relación con la OPA de Amber, en el que expresó su opinión favorable sobre la oferta, la razonabilidad del precio desde el punto de

vista financiero y la intención del Consejo de aceptar la oferta con las acciones propias de la sociedad (7.971) y de los administradores de Applus con participación directa o indirecta en la misma de aceptarla igualmente (CNMV, 2024h).

#### Hecho relevante n.º 21: Publicación del resultado de la OPA

El resultado final de la OPA fue publicado el 10 de junio, con la aceptación de la oferta de Amber por 91.188.306 acciones representativas de un 70,65 % del capital social de Applus (CNMV, 2024i). Esto implica que se cumplió la condición de aceptación mínima fijada por Amber en un 50 % de los derechos de voto, pero no el umbral del 75 % para poder promover la exclusión de negociación sin formular una nueva oferta.

En cuanto a la participación de Apollo a través de Manzana en Applus, parece que la entidad mantendrá el porcentaje de participación que adquirió mediante los contratos de compraventa (21,85 %) al haber solicitado un asiento en el Consejo de Administración de la empresa opada, cuestión que deberá discutirse en la junta de accionistas convocada para el 27 de junio de este año (Reche, 2024). Por parte de Amber, ya se ha aprobado el nombramiento de cinco consejeros dominicales nuevos y se ha acordado celebrar una junta extraordinaria en julio en la que se debatirá sobre el futuro proceso de exclusión de negociación de Applus mediante una nueva OPA al mismo precio por el que se liquidó la presente y la modificación de los estatutos sociales para reducir el número mínimo de consejeros a cuatro y así expulsar a Apollo del Consejo (Casado y Bravo, 2024; Monge, 2024). Esta última decisión ha sido ya respaldada por el Consejo de Administración de la entidad afectada, que la considera razonable debido a la escasa negociación y liquidez de las acciones de Applus en el mercado —cuyo capital flotante se estima en un 7,5 % del total de la entidad—, a la simplificación que supondría en el funcionamiento y estructura de la entidad, y a la facilitación así de la implementación de estrategias a largo plazo en el seno de la empresa al margen del impacto de las fluctuaciones de la cotización y de las expectativas cortoplacistas del mercado (*El Consejo de Administración de Applus respalda la OPA de exclusión de I Squared y TDR*, 2024).

### **3.3.- IMPACTO DE LOS HECHOS RELEVANTES DEL PROCESO EN EL MERCADO SECUNDARIO**

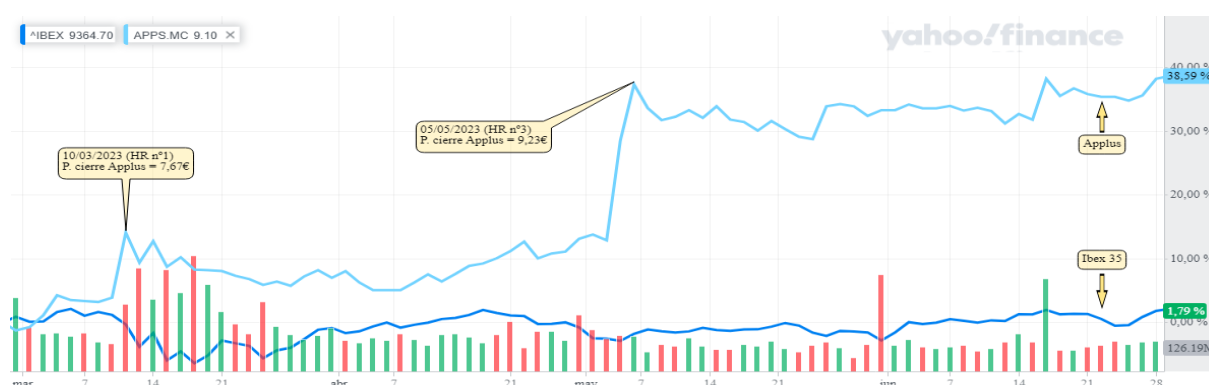
El lanzamiento de una oferta pública de adquisición no solo tiene implicaciones sobre la titularidad final de los valores de la empresa opada y la posible obtención de su control, sino que durante todo el proceso el mercado de valores va reflejando la valoración de la compañía y el interés por ella a medida que se producen los distintos hitos o hechos relevantes. En este

apartado del trabajo se busca analizar cuál fue el efecto de la OPA sobre la cotización de Applus tras el conocimiento por el mercado de los hechos más relevantes. Para poder observar mejor la evolución de la cotización, se divide su análisis en tres períodos: el primero comprende los hechos relevantes anteriores a la publicación de la primera solicitud de autorización de OPA (por tanto, los que tuvieron lugar antes de que se iniciara un proceso formal de adquisición); el segundo abarca los meses alrededor de la publicación de las solicitudes de autorización de las ofertas de Manzana y de Amber; y el tercero y último muestra la cotización en el mercado desde el comienzo del año 2024 (y de los primeros hechos relevantes que se dieron desde la solicitud de autorización de la oferta competidora) hasta cinco días después de la resolución de la OPA.

- Período del 28/02/2023 al 28/06/2023 (HR n.º 1 a HR n.º 4)

En el Gráfico 3.1 se muestra la evolución de la cotización de Applus en comparación con la del índice general desde finales de febrero (a fin de apreciar el precio al que venía cotizando Applus antes de que se diera el primer hecho relevante) hasta antes de la solicitud de autorización de la oferta inicial, utilizando una escala porcentual en el eje Y para permitir una mejor comparabilidad de las fluctuaciones. Se indican en el gráfico (al igual que se hará en los sucesivos) únicamente los hechos relevantes comprendidos dentro del período que han tenido un especial impacto en la evolución del precio negociado de las acciones de Applus.

Gráfico 3.1: Gráfico histórico de Applus y el Ibex 35 para el período 28/02/2023-28/06/2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los gráficos históricos de Yahoo Finance.

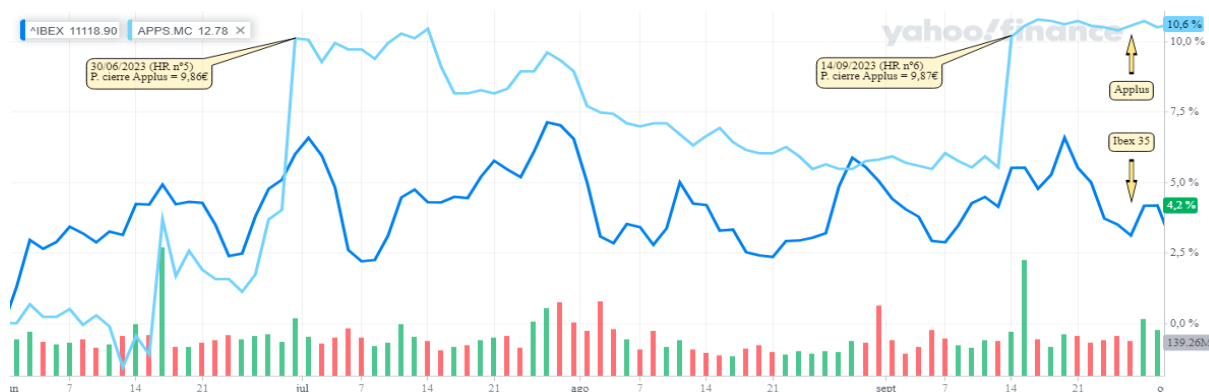
Se puede apreciar que el valor negociado por las acciones de Applus ya se incrementó considerablemente a partir del 10 de marzo, fecha en que se conoció la contratación por parte de la compañía al banco estadounidense JP Morgan como asesor ante las muestras de interés de varios fondos de inversión por una posible adquisición de la empresa (HR n.º 1). El precio

de cotización pasó de cerrar a 6,98 € la acción el día anterior a alcanzar los 7,67 €, y el volumen de transacciones subió de las apenas 115.000 a más de 1.200.000. Esta subida para Applus contrastó con una caída del índice general en la misma fecha. No obstante, el mayor impacto en el mercado se dio tras la comunicación de Applus a la CNMV confirmando las sospechas de una posible OPA, lo cual aumentó el valor negociado hasta los 9,23 € y las operaciones registradas hasta superar los dos millones con fecha de 5 de mayo (HR n.º 3). Un último repunte se dio el 16 de junio, cuando se reavivaron los rumores de OPA que ya colocaban al fondo I Squared Capital al frente de la pugna y estimaban un precio ofertado de 9,5 € por acción.

- Período del 01/06/2023 al 01/10/2023 (HR n.º 5 a HR n.º 6)

En el Gráfico 3.2 se observa la evolución de la negociación de las acciones de Applus en el mercado continuo y del valor del índice general alrededor de las fechas de presentación de las solicitudes de autorización de las ofertas de ambas empresas oferentes antes de que fueran autorizadas y de que se produjeran las respectivas modificaciones a raíz de la suscripción de los contratos de compraventa por Manzana, para lo que se han tomado los datos de cotización desde el comienzo de junio hasta el comienzo de octubre.

Gráfico 3.2: Gráfico histórico de Applus y el Ibex 35 para el período 01/06/2023-01/10/2023



Fuente: Elaboración propia a partir de los gráficos históricos de Yahoo Finance.

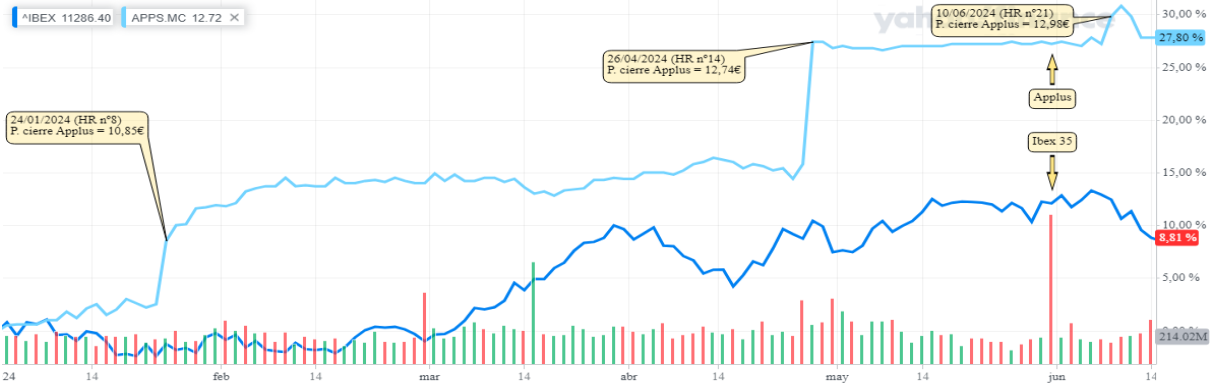
La solicitud de autorización de la OPA inicial presentada el 29 de junio —que ya incluía las principales condiciones de la oferta— y comunicada al público el día 30 (HR n.º 5) logró incrementar el precio negociado en el mercado por las acciones de Applus hasta superar el precio de la OPA (9,5 € en ese momento), cerrando la jornada del 30 de junio con un precio de 9,86 € y un volumen de operaciones que superó los cuatro millones —el más alto registrado en años— aun habiendo sido suspendida cautelarmente su cotización durante las primeras

horas de apertura del mercado por acuerdo de la CNMV ante la difusión de información relevante por la entidad (Rodríguez *et al.*, 2023). Si bien esta fecha coincidió con una jornada alcista en la Bolsa, el aumento relativo de la rentabilidad de Applus fue bastante superior, de modo que puede asociarse el aumento de su cotización al hecho relevante y no meramente a la tendencia general del mercado. La admisión a trámite de la solicitud no tuvo ningún efecto especial sobre la negociación de sus valores, que en los dos meses siguientes se fueron estabilizando en un precio muy similar al de la oferta hasta la llegada de la OPA competidora de Amber en septiembre. La solicitud de autorización de la oferta de los fondos inversores ISQ y TDR (HR n.º 6) provocó una nueva alza de la cotización hasta rozar los 10 € por acción y lograr la movilización de dos millones y medio de acciones en el mismo día en que se conoció dicha información, logrando una rentabilidad que —al igual que en el caso anterior— superó a la del Ibex 35.

- Período del 01/01/2024 al 15/06/2024 (HR n.º 7 a HR n.º 21)

Para la elaboración del Gráfico 3.3 se ha tenido en cuenta el período que abarca todos los hechos relevantes restantes, al ser solo unos pocos de estos —como se podrá apreciar— los que han repercutido de manera significativa en la cotización de Applus. En concreto, se toman los datos desde el 1 de enero para tener en cuenta el precio en torno al cual se había normalizado la cotización de Applus tras el conocimiento de la OPA competidora de Amber; y hasta cinco días tras la publicación de la resolución del proceso, para observar el impacto final sobre la cotización una vez que el mercado se relajara tras el conocimiento del último hecho relevante.

Gráfico 3.3: Gráfico histórico de Applus y el Ibex 35 para el período 01/01/2024-15/06/2024



Fuente: Elaboración propia a partir de los gráficos históricos de Yahoo Finance.



Tras un período de estabilización del precio negociado medio en torno a los 10 € por acción desde la solicitud de autorización de la oferta de Amber en septiembre de 2023, la comunicación al mercado de la suscripción por Manzana de varios contratos de compraventa sobre acciones de Applus y la consiguiente modificación del precio de su oferta a los 10,65 € (HR n.º 8) consiguieron elevar la cotización de sus acciones por encima de los 11 € incluso antes de que Amber anunciara su intención de ajustar a dicho valor el precio de su oferta. El primer día hábil bursátil posterior a la comunicación mencionada (24 de enero) se movilizan casi dos millones de acciones de Applus a un precio de cierre de 10,85 € que ascendería en la jornada posterior hasta los 11 € y seguiría aún una ligera tendencia al alza, mientras el índice general se mantenía relativamente estable. El mayor impacto se dio tras la apertura de sobres con las últimas mejoras de Manzana y Amber el 26 de abril (HR n.º 14), que logró un incremento de un 10 % en el precio de cotización de Applus y un volumen de operaciones que ascendió hasta los casi 4,4 millones, aunque en los días posteriores el precio negociado se mantuvo ligeramente por debajo del precio que ofreció el mejor pujante (12,78 €). La suspensión de la cotización de Applus el lunes 29 de abril por la detección de una situación anómala que podía suponer un posible concierto entre Manzana y los fondos vendedores en virtud de los contratos de compraventa, y su casi inmediata reactivación al día siguiente provocó que el día 30 de abril se materializaran aún un gran número de transacciones por la demanda acumulada durante la suspensión. Después de la publicación del resultado de la OPA el 10 de junio de este año (HR n.º 21) se ha dado un último repunte de Applus en el mercado hasta superar el precio de la oferta ganadora, en contraste con la caída del índice general en la misma fecha.

En la Tabla 3.2 se recoge la comparativa entre los precios de cierre de mercado de Applus y sus rentabilidades diarias en comparación con el valor del índice general (Ibex 35) y su rentabilidad respectiva para los días en que se produjeron los hechos relevantes de los recogidos en la Tabla 3.1 que tuvieron mayor impacto sobre la cotización de la empresa objetivo, según han sido señalados en los gráficos anteriores. Las rentabilidades en cada caso se calculan como el aumento porcentual del precio o valor negociado (de las acciones de Applus y del índice general) respecto al día hábil bursátil anterior.

Tabla 3.2: Hechos relevantes clave en la cotización de Applus

Nº Hecho relevante	Fecha	Suceso	Precio de cierre Applus (€)	Rentabilidad de Applus	Valor del índice general	Rentabilidad del índice general
1	10/03/2023	Se difunde en prensa la contratación por Applus a JP Morgan como asesor ante posible OPA	7,67	+9,8 %	9.285	-1,46 %
3	05/05/2023	Applus emite un comunicado a la CNMV sobre la recepción de muestras de interés por su adquisición	9,23	+6,82 %	9.147,3	+1,14 %
5	30/06/2023	Difusión por la CNMV de la solicitud de autorización de la OPA de Manzana a 9,5 €/acción	9,86	+ 5,85 %	9.593	+0,87 %
6	14/09/2023	Difusión por la CNMV de la solicitud de autorización de la OPA de Amber a 9,75 €/acción	9,87	+4,38 %	9.549	+1,32 %
8	24/01/2024	CNMV publica información sobre los contratos de compraventa de acciones de Applus suscritos por Manzana y sus implicaciones en la Oferta	10,85	+5,85 %	9.974	+1,16 %
14	26/04/2024	Apertura de sobres con las últimas ofertas, en las que Amber supera a Manzana ofreciendo 12,78 €/acción	12,74	+10,02 %	11.154,6	+1,55 %
21	10/06/2024	Publicación del resultado de la OPA con una aceptación del 70,65 % del capital	12,98	+2,04 %	11.357,2	-0,41 %

Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos en la página web de Bolsas y Mercados Españoles.

Las rentabilidades obtenidas confirman que los aumentos en el precio negociado de Applus en el mercado no son consecuencia de subidas generales de la Bolsa, ya que si bien es cierto que en algunos casos el aumento de la rentabilidad de la empresa opada fue coincidente con el alza del índice general, dichos aumentos son significativamente más pronunciados y por tanto se pueden achacar al descubrimiento por el mercado de información relevante relativa al proceso de OPA.

Por último, cabe remarcar que la importante revalorización que ha experimentado Applus a lo largo del proceso se debe en gran medida a la existencia de una oferta competidora respecto a la inicial. A raíz del proceso competitivo, ha presenciado el alza del precio negociado por sus acciones hasta un máximo no visto en cinco años —13,08 € al día siguiente de conocerse el resultado de la OPA—. Además, ha logrado una cotización media que ya no baja del precio de la oferta ganadora (12,78 €) y que supone un incremento del 84 % respecto al precio medio ponderado de cotización de sus acciones durante el año anterior a la solicitud de autorización de la primera OPA (6,94 €), incremento que se habría limitado a un 36,8 % si no hubiera existido un oferente competidor y se hubiera aceptado la oferta inicial de Manzana por el precio de 9,5 € cada acción.

## CONCLUSIONES

Con el presente trabajo se ha perseguido hacer un repaso de la teoría existente en torno a las fusiones y adquisiciones como los instrumentos fundamentales para el crecimiento inorgánico de los cuales se valen las empresas en la búsqueda de creación de valor. Las primeras se derivan de los acuerdos adoptados por los directivos de varias empresas por los que deciden unir sus patrimonios, haciendo desaparecer al menos una de las empresas preexistentes y bajo la premisa de que conjuntamente estas tienen el potencial de crear más valor que por separado. Las segundas, y más concretamente las adquisiciones realizadas a través del lanzamiento de una OPA, dejan en manos de los accionistas de la empresa adquirida la decisión sobre la prosperidad de la operación, la cual se realiza con la creencia de que la empresa opada tiene mayor potencial de crear valor bajo la gestión de la adquirente. Existen otros motivos subyacentes a la realización de unas y otras, pudiendo en general vincularse la búsqueda de sinergias entre las empresas involucradas a operaciones generadoras de riqueza, mientras que la persecución de los intereses privados de los directivos —hipótesis de los motivos gerenciales— y la sobrevaloración de la empresa objetivo —hipótesis del orgullo de los gestores— suelen tener un efecto total destructor de valor.

Respecto a las ofertas públicas de adquisición, se ha apreciado cómo el marco regulatorio actual —basado en la Directiva 2004/25/CE y recogido en el Real Decreto 1066/2007— ha centrado gran parte de su atención en la protección de los accionistas minoritarios y en el principio de igualdad de trato, introduciendo entre otras cosas la OPA obligatoria total. Este régimen permite realizar un reparto equitativo de las primas pagadas a los accionistas de las empresas opadas en los casos de toma de control, pero puede estar desincentivando la realización de algunas operaciones que serían beneficiosas y maximizadoras de valor al elevar el coste total de estas para las empresas adquirentes.

Mediante el análisis del caso del proceso competitivo por la adquisición de Applus se ha podido observar el funcionamiento y tramitación de las OPA competidoras en España, régimen que a pesar de sujetar la pugna de los oferentes al cumplimiento de ciertos requisitos, concede libertad a estos para determinar la tramitación completa o la resolución anticipada de los procesos mediante la adopción de acuerdos entre los oferentes o el desistimiento de alguno de estos. De hecho, desde la aprobación del régimen actual de OPA, los tres procesos competitivos que se han dado en nuestro país —los casos de Realia, Abertis y Applus— han llegado a su última fase con una única oferta remanente tras el desistimiento en todos ellos de los oferentes iniciales.

Además, el caso de Applus ha permitido comprobar una nota clave de las OPA competidoras: la puja por el control societario, materializada en la presentación de ofertas competidoras, aumenta las ganancias percibidas por las empresas adquiridas y sus accionistas a través de una contraprestación final ofrecida más elevada y una revalorización en el mercado a lo largo de todo el proceso. En concreto, la aparición de la oferta competidora de Amber ha permitido a los accionistas de Applus canjear sus participaciones en el capital social por un precio de 12,78 € cada acción, mientras que el precio ofertado se habría quedado en 9,5 € si no hubiera existido un oferente competidor y los accionistas hubieran acudido a la OPA inicial de Manzana. Aquel precio —similar al que rondan las acciones de Applus en el mercado actualmente— supone un incremento del 84 % respecto al precio medio ponderado al que cotizaban las acciones de la empresa opada en el año anterior a la presentación de la OPA inicial, en comparación con el aumento de la rentabilidad del 36,8 % que habría supuesto el vencimiento de la oferta de Manzana si el proceso no hubiera sido competitivo.

No obstante, las conclusiones extraídas del análisis del caso de Applus en cuanto a su efector generador de riqueza para los accionistas son limitados, entre otros motivos por el escaso lapso temporal que ha transcurrido desde la resolución del proceso y que impide determinar los efectos a largo plazo de la adquisición. Por ello, futuros trabajos podrían examinar la variación de la rentabilidad en una ventana de tiempo de varios meses, así como los efectos que puede tener la exclusión de Bolsa de Applus si finalmente triunfa la OPA que se está preparando por el nuevo equipo directivo de la compañía. También podría estudiarse la percepción del mercado de este proceso desde la perspectiva del oferente inicial, atendiendo a la cotización de Apollo Global Management en la Bolsa de Nueva York desde la presentación de su OPA a través de Manzana —si bien este estudio no se podrá realizar para el oferente competidor, ya que detrás de Amber están dos firmas de capital privado que no están negociadas en ningún mercado—; o analizar si, como resultado de la OPA, Applus está actualmente sobrevalorada y Amber ha pagado un precio excesivamente alto por ella, atendiendo a su precio objetivo, a las previsiones de flujos de caja futuros o a la comparativa de su ratio PER con el de otras empresas del sector.

Como comentario final, ha resultado muy interesante a la par que enriquecedor ahondar en el área de los mercados e instituciones financieras. Tanto la observación de la evolución y los determinantes de las operaciones que persiguen el control societario y los efectos que tienen en un mercado con eficiencia semifuerte, como el análisis de los procesos de formación de los precios en este y la comprensión del modo de toma de decisiones financieras por los agentes económicos son cuestiones relevantes tanto en la economía como en el ámbito cotidiano de cualquier persona con interés por los temas de actualidad.

## BIBLIOGRAFÍA Y DOCUMENTACIÓN

- Akbulut, M. E. (2013). Do Overvaluation-Driven Stock Acquisitions Really Benefit Acquirer Shareholders? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 48(4), 1025-1055.
- Alfaro Águila-Real, J. (9 de enero de 2018). Sobre la regulación estatutaria de la OPA obligatoria. *Almacén de Derecho*. <https://almacenederecho.org/puede-regularse-estatutariamente-la-opa-obligatoria>
- Aparicio Roqueiro, C. L. (2007). *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*. Monografía n.º 20 de la CNMV. [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3402504](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3402504)
- Asquith, P., Bruner, R. y Mullins, D. (1983). The gains to bidding firms from merger. *Journal of Financial Economics*, 11(1 y 4), 121-139.
- Baixauli Soler, J. S. (2004). El problema del *free-rider* en las tomas de control y la regulación de las OPAs. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía de la Empresa*, 10(2), 141-158.
- Beckett, S. (1986). Corporate Mergers And the Business Cycle. *Economic Review*, 71(5), 13-26.
- Ben-David, I., Drake, M. S. y Roulstone, D. T. (2015). Acquirer Valuation and Acquisition Decisions: Identifying Mispricing Using Short Interest. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 50(1-2), 1-32.
- Berkovitch, E. y Narayanan, M. P. (1993). Motives for Takeovers: An Empirical Investigation. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28(3), 347-362.
- Bharadwaj, A. y Shivdasani, A. (2003). Valuation effects of bank financing in acquisitions. *Journal of Financial Economics*, 67(1), 113-148.
- Bravo, P. y Morán, C. (10 de marzo de 2023). Applus+ contrata a JPMorgan ante el interés de los fondos en la compañía. *Expansión*. <https://www.expansion.com/empresas/2023/03/10/640a54c7e5fdea6d4f8b45b7.html>
- Campa, J. M. y Hernando, I. (2004). Shareholder value creation in European M&As. *European Financial Management*, 10(1), 47-81.
- Carril-Caccia, F. y Paniagua Soriano, J. (2018). Crisis financieras e inversión extranjera. Un análisis de fusiones y adquisiciones. *Papeles de Economía Española*, 158, 188-202.
- Casado, R. y Bravo, P. (17 de junio de 2024). I Squared y TDR activan la opa 'expres' sobre Applus y echarán a Apollo del consejo. *Expansión*. <https://www.expansion.com/empresas/2024/06/17/667085e3e5fdeaf40e8b457e.html>
- Chamorro Domínguez, M.<sup>a</sup> C. (2011). *Las ofertas públicas de adquisición competidoras*. Editorial LA LEY.

Ciobanu, R., Brad, L., Dobre, F. y Viorel Brasoveanu, I. (2014). Similarities between the acquirer and the target company in successful takeover bid offers. *Procedia Economics and Finance*, 15, 815-821.

CNMV (2023a). *Información de la Compañía*. Comunicación de información privilegiada nº 1852. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7ba8c681d9-cfc2-4b22-ace5-1d4c33e6b284%7d>

CNMV (2023b). *I Squared Capital informa sobre noticias aparecidas en los medios de comunicación*. Comunicación de información privilegiada nº 1893. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bcd1f84c8-d776-46da-b923-03025d761f4a%7d>

CNMV (2023c). *Solicitud de autorización de la oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Applus Services, S.A. formulada por Manzana Spain Bidco, S.L.U.* Comunicación de información privilegiada nº 1904. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bedc79c03-4d2b-4ea7-8a28-49e40a1a2e8e%7d>

CNMV (2023d). *Solicitud de autorización de la oferta pública, voluntaria y competidora, de adquisición de acciones de Applus Services, S.A. formulada por Amber EquityCo, S.L.U.* Comunicación de información privilegiada nº 1971. <https://www.cnmv.es/WebServices/VerDocumento/Ver?t=%7b40402f55-9cb0-4fcf-93eb-3795700df26e%7d>

CNMV (2024a). *Manzana Spain Bidco, S.L.U. informa al mercado de la compra de 28.204.123 acciones de Applus Services, S.A., representativas del 21,85% de su capital social, y de sus implicaciones en la Oferta, cuyo precio resultará automáticamente elevado a 10,65 euros por acción*. Comunicación de información privilegiada nº 2079. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b3813552b-8e27-4a39-9145-e41b6c4eef32%7d>

CNMV (2024b). *Folleto informativo de la Oferta pública voluntaria de adquisición de acciones de Applus Services, S.A. Manzana Spain Bidco, S.L.U.* <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=1AA79uLLVMV65LfrnHNfFU%2bGdzDW%2br8xdxvYJ6h7QbouVaha1OXogrOfTTgx%2bSwV>

CNMV (2024c). *Amber EquityCo, S.L.U. ha decidido incrementar el precio de su oferta a 11 euros por acción*. Comunicación de información privilegiada nº 2099. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b5154315e-4f6e-420b-a09d-2d3ac91f7a00%7d>

CNMV (2024d). *Informes del Consejo de Administración de Applus Services S.A. en relación con las ofertas públicas de adquisición voluntaria*. Comunicación de información privilegiada nº 2191. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b8ade63a5-8781-4ed5-b04b-efc0392a3090%7d>

CNMV (2024e). *Comunicado de la CNMV en relación con las opas competidoras sobre Applus*. Comunicación de información privilegiada nº 2220.

<https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bee1ff6fa-9f64-4977-a2b5-61513eb7b947%7d>

CNMV (2024f). *La CNMV ha decidido levantar la suspensión de APPLUS SERVICIOS, S.A. con efectos de las 09:00 h. del día de la fecha.* Comunicación de información privilegiada nº 2225. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b9e3954f8-71fc-4dda-9d16-8e240a66d13f%7d>

CNMV (2024g). *Manzana Spain Bidco informa sobre el desistimiento de la oferta por existir una oferta competidora a un precio superior.* Comunicación de información privilegiada nº 2256. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7bb3bd6988-8000-4da3-a1ba-4507f62a452d%7d>

CNMV (2024h). *Informe del Consejo de Administración de Applus Services S.A. en relación con la oferta pública de adquisición voluntaria.* Comunicación de información privilegiada nº 2266. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7b3964a7e0-c11e-4112-bd6e-1c50777b9a53%7d>

CNMV (2024i). *La CNMV comunica el resultado de la opa sobre Applus Services, S.A. formulada por Amber EquityCo, S.L.U.* Comunicación de otra información relevante nº 29075. <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?t=%7be5feae78-3264-4f5e-aecb-7509f7f3e73e%7d>

Cuijpers, J. (2010). *Stock market impact of a white knight entry.* Tilburg University. <https://arno.uvt.nl/show.cgi?fid=113159>

De la Hoz, C. y Ares, M. (24 de marzo de 2023). *Informe sobre fusiones y adquisiciones en el sector consumo 2022: múltiplos de valoración 2022.* Ernst & Young. [https://www.ey.com/es\\_es/strategy-transactions/informe-fusiones-adquisiciones-sector-consumo-multiplos-valoracion-2022](https://www.ey.com/es_es/strategy-transactions/informe-fusiones-adquisiciones-sector-consumo-multiplos-valoracion-2022)

De las Heras, I. (16 de mayo de 2023). *El líder de las ITV Applus se pone a tiro de opa.* *La Vanguardia*. <https://www.lavanguardia.com/economia/20230516/8965165/applus-itv-opa-compra-fondos-carlyle-apollo-apax.html>

De las Heras, I. (13 de febrero de 2024). *Las fusiones y adquisiciones de empresas caen un 37%.* *La Vanguardia*. <https://www.lavanguardia.com/economia/20240213/9518765/fusiones-adquisiciones-empresas-caen-37.html>

Demsetz, H. y Lehn, K. (1985). *The structure of corporate ownership: causes and consequences.* *Journal of Finance*, 93(6), 773-784.

Díaz, J. (23 de enero de 2023). *Applus+ Lo invisible.* *Renta 4*. <https://www.r4.com/articulos-y-analisis/seguimiento-de-companias/applus-lo-invisible>

Díaz Zúñiga, E. (s.f.). *Oferta pública de adquisición (OPA): ¿qué es y cómo impacta en las acciones?* IG. <https://www.ig.com/es/estrategias-de-trading/oferta-publica-de-adquisicion--opa----que-es-y-como-impacta-en-l-190308>



Doherty, R., Liu, S. y West, A. (1 de octubre de 2015). *How M&A practitioners enable their success*. McKinsey & Company. <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/how-m-and-a-practitioners-enable-their-success>

*El Consejo de Administración de Applus respalda la OPA de exclusión de I Squared y TDR*. (20 de junio de 2024). 20minutos. <https://www.20minutos.es/lainformacion/empresas/consejo-administracion-applus-respalda-opa-exclusion-i-squared-tdr-5522807/>

Faccio, M. y Masulis, R. W. (2005). The choice of payment method in European mergers and acquisitions. *The Journal of Finance*, 60(3), 1345-1388.

Fariñas, J. C. y Jaumandreu, J. (1999). Fusiones entre empresas: hechos, efectos e interrogantes. *Economistas*, 82, 32-40.

Fernández, P. y Bonet, A. (1989). Fusiones, adquisiciones y control de las empresas. *Revista del Consejo Superior de Investigaciones Científicas*.

Galpin, T.J. y Herndon, M. (2013). *Guía completa sobre fusiones y adquisiciones: herramientas para conseguir una integración a cualquier nivel en casos de F&A*. Ediciones Díaz de Santos.

García de Enterría, J. (2024). The early announcements of a potencial takeover bid: reflections on the “put up or shut up” rule under Spanish law. *Revista de Derecho del Mercado de Valores*. <https://ssrn.com/abstract=4759492>

Garrido García, J. M. (1991). Tácticas defensivas frente a ofertas de adquisición hostiles: la experiencia anglosajona. *Revista de derecho bancario y bursátil*, 11(42), 355-384.

Gómez Ansón, S. (1998). *El mercado de control corporativo y los efectos de riqueza asociados a las adquisiciones de empresas*. Servicio de Publicaciones de la Universidad de Oviedo.

Gómez Ansón, S. y Fernández Álvarez, A. I. (1995). La adopción de acuerdos estatutarios antiadquisición: evidencia en el mercado de capitales español. *Documentos de trabajo (Universidad de Oviedo. Facultad de Ciencias Económicas)*, 95.

Gómez Ansón, S. y Fernández Álvarez, A. I. (1999). Un estudio de las ofertas públicas de adquisición en el mercado de valores español. *Investigaciones económicas*, 23(3), 471-495.

Grossman, S. J. y Hart, O. D. (1980). Takeover bids, the free-rider problem, and the theory of corporation. *The Bell Journal of Economics*, 11, 42-64.

Ikei (2024). *Fusiones y Adquisiciones (M&A): balance 2023*. IKEI Research & Consultancy. <https://www.ikei.es/actualidad/detalle/a/fusiones-y-adquisiciones-ma-balance-2023/>

Jarrel, G. A., Brickley, J. A. y Netter, J. M. (1988). The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. *Journal of Economic perspectives*, 2(1), 49-68.

Kengelbach, J., Friedman, D., Keienburg, G., Söllner, T., Degen, D., Pot, L., & Huang, R. (26 de octubre de 2023). *M&A Is Looking Up After Bottoming Out*. BCG Global. <https://www.bcg.com/publications/2023/m-and-a-outlook-looking-up-after-bottoming-out>

Latorre Guillem, M. A., Herrero Piqueras, B. y Farinós Viñas, J. E. (2016). ¿Generan las adquisiciones rendimientos a largo plazo para las empresas adquirientes? *Revista Internacional Administración & Finanzas*, 9(7), 1-18.

Levy, B. (23 de enero de 2024). *Global M&A industry trends: 2024 outlook*. PwC. <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html>

Libio de los Ríos, V. (2011). Las principales olas o ciclos de fusiones y adquisiciones desde finales del siglo XIX hasta la actualidad. *Economía informa*, 367, 98-114.

Mallette, P., Fowler, K. L. y Hayes, C. (2003). The Acquisition Process Map: Blueprint for a Successful Deal. *Southern Business Review*, 28(2), 1-13.

Marín Ximénez, J. N. y Ketelhöhn Escobar, W. (2011). *Fusiones y Adquisiciones en la práctica*. Cengage Learning Editores.

Mascareñas Pérez-Iñigo, J. M. (2000). *Fusiones y adquisiciones de empresas* (3.ª ed.). McGraw-Hill.

Mascareñas Pérez-Iñigo, J. M. y González Fernández, S. (2013). Las oleadas de las fusiones y adquisiciones de empresas: Análisis retrospectivo comparado. *Revista Universitaria Europea*, 15, 87-112.

Moeller, S. B., Schlingemann, F. P. y Stulz, R. M. (2003). Do shareholders of acquiring firms gain from acquisitions? *NBER Working Paper No. W9523*.

Monge Fernández, P. (17 de junio de 2024). I Squared y TDR preparan la opa de exclusión a Applus y revolucionan el consejo. *Cinco días*. <https://cincodias.elpais.com/companias/2024-06-17/i-squared-y-tdr-preparan-la-opa-de-exclusion-a-applus-y-revolucionan-el-consejo.html>

Navas López, J. E. y Guerras Martín, L. Á. (2016). *Fundamentos de dirección estratégica de la empresa* (3.ª ed.). Civitas.

Nuseba Rasheed, S. y Husain, F. (2021). Impact of COVID-19 on Mergers & Acquisitions. En A. Maqbool, Y. Arafat Elahi, F. Husain & A. Badruddin (Eds.), *Emerging Issues in Management & Economics in the Post Pandemic Era* (pp. 62-78).

Nyberg, A. (2023). *Hostile acquisitions: A global perspective on the short- and long-term market performance*. [Tesis de maestría, Lappeenranta-Lahti University of Technology LUT]. <https://urn.fi/URN:NBN:fi-fe202401223623>

Pearce, J. y Robinson, R. (2004). Hostile takeover defences that maximize shareholder wealth. *Business Horizons*, 47(5), 15-24.

PwC (2024). *Tendencias globales de la industria de M&A en 2024*. PwC España. <https://www.pwc.es/es/deals/global-m-y-a-industry-trends-2024.html>

Reche, C. (10 de junio de 2024). Amber logra un 70% de aceptación e impone su opa sobre Applus. *El Economista*. <https://www.economista.es/capital-riesgo/noticias/12857764/06/24/amber-logra-un-70-de-aceptacion-e-impone-su-opa-sobre-applus.html>

Rodríguez-Solano, P. (13 de agosto de 2018). *Personas y cultura empresarial: cuatro claves para el éxito en M&A.* KPMG Tendencias. <https://www.tendencias.kpmg.es/2018/08/personas-exito-ma/>

Rodríguez, C., Melguizo, J. y Puerto, L. (30 de junio de 2023). Bolsa e Ibex 35, en directo | Wall Street se tiñe de verde tras la caída del PCE de EEUU al 3,8%. *El Confidencial*. [https://www.elconfidencial.com/mercados/2023-06-30/bolsa-ibex-35-wall-street-directo\\_3683249/](https://www.elconfidencial.com/mercados/2023-06-30/bolsa-ibex-35-wall-street-directo_3683249/)

Sánchez Calero, F. (2007). Líneas generales del nuevo régimen sobre las OPAS. *Anales de la Real Academia de jurisprudencia y legislación*, 37, 227-266.

Sánchez Calero, F. (2009). *Ofertas públicas de adquisición de acciones (OPAs)* (1.ª ed.). Editorial Aranzadi.

Sánchez Lorda, P. (2007). Las fusiones y adquisiciones empresariales vistas por los mercados de capitales: un panorama sobre la creación de valor para los accionistas. *ICADE. Revista cuatrimestral de las Facultades de Derecho y Ciencias Económicas y Empresariales*, 70, 119-142.

Schoenberg, R. y Thornton, D. (2006). The Impact of Bid Defences in Hostile Acquisitions. *European Management Journal*, 24(2-3), 142-150.

Sherman, A. (2010). *Mergers and Acquisitions from A to Z*. Amacom.

Tapia Hermida, A. J. (2008). El régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España. *Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil*, 20, 1-58.

Trautwein, F. (1990). Merger motives and merger prescriptions. *Strategic management journal*, 11(4), 283-295.

Vidal, C. (24 de enero de 2023). "Applus+ puede recibir una opa del capital riesgo a entre 8 y 10 euros por acción". *Bolsamanía*. <https://www.bolsamania.com/fundsnews/noticias/value-investing/applus-puede-recibir-opa-capital-riesgo-entre-8-10-euros-accion--12054294.html>

Williamson, O. E. (1975). *Markets and hierarchies: Analysis and antitrust implications*. The Free press.