

# OPAS, conversión de deuda en capital y operaciones de refinanciación con capital extranjero: régimen transitorio suspensivo de la liberalización de determinadas inversiones extranjeras directas en España

**Reyes Palá Laguna**

Catedrática de Derecho Mercantil de la Universidad de Zaragoza  
Consejera académica de Gómez-Acebo & Pombo Abogados

---

## 1. Introducción

El Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, ha modificado la Ley 19/2003, de 4 de julio, sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior para decretar la suspensión del régimen de liberalización de determinadas inversiones extranjeras directas en España (nuevo art. 7 bis de la Ley 19/2003), tipificar como infracción muy grave el incumplimiento de este nuevo régimen (art. 8.2 Ley 19/2003) e introducir cambios en la tramitación del procedimiento sancionador (art. 12.2), con efectos desde el 18 de marzo. El Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, modifica a su vez el artículo 7 bis e introduce un régimen procedimental transitorio para las operaciones que ya estuvieran en curso al entrar en vigor el nuevo artículo 7 bis y para aquellas cuyo importe esté comprendido entre 1 y 5 millones de euros, eximiéndose de la necesaria autorización administrativa previa a las operaciones de menos de 1 millón de euros (Disposición transitoria segunda del Real Decreto-ley 11/2020).

Advertencia legal: Este análisis sólo contiene información general y no se refiere a un supuesto en particular. Su contenido no se puede considerar en ningún caso recomendación o asesoramiento legal sobre cuestión alguna.

El artículo 7 bis 1 define estas inversiones extranjeras directas como «todas aquellas inversiones como consecuencia de las cuales el inversor pase a ostentar una participación igual o superior al 10 por 100 del capital social de la sociedad española, o cuando como consecuencia de la operación societaria, acto o negocio jurídico se participe de forma efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad, siempre que concurra una de estas circunstancias: a) Que se realicen por residentes de países fuera de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio. b) Que se realicen por residentes de países de la Unión Europea o de la Asociación Europea de Libre Comercio cuya titularidad real corresponda a residentes de países de fuera de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio. Se entenderá que existe esa titularidad real cuando estos últimos posean o controlen en último término, directa o indirectamente, un porcentaje superior al 25% del capital o de los derechos de voto del inversor, o cuando por otros medios ejerzan el control, directo o indirecto, del inversor». (Para comentario *in extenso* sobre el nuevo artículo 7 bis de la Ley 19/2003, v. el *Análisis GA\_P* de Juan Ignacio Romero Sánchez y Carlos Vázquez Cobos, «Suspensión del régimen de liberalización de determinadas inversiones extranjeras directas en España como consecuencia del COVID-19», de 30 de marzo de 2020 y la *Actualidad GA\_P* de Luis Gil Bueno, «Real Decreto-ley 11/2020: cambios al régimen de suspensión de la liberalización de determinadas inversiones extranjeras como consecuencia del COVID-19», de 1 de abril de 2020).

En cuanto a las empresas afectadas por la suspensión de la liberalización de inversiones extranjeras, *grosso modo* son las que operan en el sector de los medios de comunicación, infraestructuras y tecnologías críticas, suministro de insumos fundamentales como la energía y sectores con acceso a información sensible (por ejemplo, datos personales), siempre que las inversiones extranjeras afecten al orden público, la seguridad pública y a la salud pública (art. 7 bis 2 Ley 19/2003).

Quedan asimismo sometidas a autorización administrativa aquellas inversiones extranjeras directas en España cuando: a) el inversor extranjero está controlado directa o indirectamente por el gobierno, incluidos los organismos públicos o las fuerzas armadas, de un tercer país, b) el inversor extranjero ha realizado inversiones o participado en actividades en los sectores que afecten a la seguridad, al orden público y a la salud pública en otro Estado miembro, o, c) se ha abierto un procedimiento, administrativo o judicial, contra el inversor extranjero en otro Estado miembro o en el Estado de origen o en un tercer Estado por ejercer actividades delictivas o ilegales (art. 7 bis 3 Ley 19/2003). Además «el Gobierno podrá suspender el régimen de liberalización de las inversiones extranjeras directas en España en aquellos otros sectores no contemplados en el apartado 2 de este artículo, cuando puedan afectar a la seguridad pública, orden público y salud pública» (art. 7 bis 4 Ley 19/2003).

Indica el artículo 7 bis 5 de la Ley 19/2003 que las operaciones de inversión llevadas a cabo sin la preceptiva autorización administrativa previa carecerán de validez y efectos jurídicos, en tanto no se produzca su legalización.

Tras este somero recordatorio del nuevo régimen, analizaremos sus consecuencias en materia de ofertas públicas de adquisición, emisiones de deuda convertible y operaciones de financiación cuando el oferente real, suscriptor o prestamista final tienen la condición de inversor extranjero, esto es, inversor no comunitario o no residente en países miembros de la EFTA.

## 2. La autorización administrativa adicional del Consejo de Ministros en materia de OPAs.

El procedimiento administrativo autorizador de una OPA se ve afectado por las nuevas restricciones a la liberalización de las inversiones extranjeras impuestas como consecuencia de la crisis sanitaria. En una primera aproximación, es de aplicación el artículo 26.2 del Reglamento de OPAs (Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores) que establece que cuando la OPA requiera de la autorización de cualquier otro organismo distinto de la Comisión Nacional de los Mercados y la Competencia, podrá presentarse la solicitud de autorización de la oferta sin haber solicitado ni obtenido la autorización. «No obstante, la Comisión Nacional del Mercado de Valores no autorizará la oferta hasta que no se le acredite la obtención de la correspondiente autorización [...], salvo que hayan transcurrido los plazos para entender que la autorización se ha concedido por silencio administrativo», con la importante matización de que en materia de inversiones extranjeras contempladas en el artículo 7 bis de la Ley 19/2003 rige el silencio negativo (art. 6.2 de la Ley 19/2003).

La cuestión es si el nuevo régimen de inversiones extranjeras supone la derogación implícita del artículo 26. 2 del Reglamento de OPAs puesto que las operaciones de inversión llevadas a cabo sin la preceptiva autorización previa, de acuerdo con el artículo 7 bis de la Ley 19/2003, «carecerán de validez y efectos jurídicos, en tanto no se produzca su legalización» (autorización administrativa del Consejo de Ministros *ex art.* 10 Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, sobre inversiones exteriores).

Al respecto hemos de distinguir entre la OPA obligatoria total y a posteriori como consecuencia de la adquisición del control de una cotizada y la OPA voluntaria. Si bien ambas ofertas públicas requieren de autorización administrativa de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (art. 17 del Reglamento de OPAs), la respuesta, creemos, ha de ser distinta en función de la obligatoriedad o voluntariedad de la OPA.

En el primer caso (OPA obligatoria total y a posteriori) habrá de acreditarse ante la CNMV la constancia de la referida autorización y acompañarse a la solicitud de autorización de la OPA. Ello es así puesto que la inversión extranjera a la que se refiere el artículo 7 bis de la Ley 19/2003, si carece de la autorización previa del Consejo de Ministros, carece de validez y efectos jurídicos. No concurre, por tanto, el presupuesto objetivo de la OPA —el control de la cotizada—, que en la regla más sencilla del artículo 131 de la Ley del Mercado de Valores se refiere al 30 por ciento o más de los derechos de voto de la sociedad.

Respecto de las OPAs voluntarias, en las que el oferente no ha adquirido el control de la sociedad, creemos que sí es posible solicitar la autorización de la CNMV sin haber obtenido la autorización del Consejo de Ministros para la inversión extranjera por importe igual o superior al 10 por ciento del capital social —o la participación en la gestión de la cotizada—, en los términos del artículo 26.2 del Reglamento de OPAs. La CNMV puede de esta forma ir examinando la solicitud y, a nuestros efectos, condicionará su autorización a la del Consejo de Ministros.

Debe tenerse en cuenta además el régimen transitorio establecido para la autorización de operaciones en curso y de operaciones de importe reducido incluidas en el artículo 7 bis de la Ley 19/2003 (importe igual o superior a 1 millón de euros e inferior a 5 millones de euros hasta que

entre en vigor la normativa de desarrollo del artículo 7.bis), en la Disposición transitoria segunda del Real Decreto-ley 11/2020.

Y ello no solo a efectos de OPA sino también de emisión de deuda convertible en acciones, acuerdos de la sociedad con acreedores sobre conversión de deuda en capital —incluidos los de refinanciación— o derivados financieros sobre acciones que impliquen la realización de inversiones extranjeras directas en España en los términos del artículo 7 bis de la Ley 19/2003, cuando pueda acreditarse, con anterioridad al 18 de marzo de 2020, la existencia de acuerdo entre las partes o una oferta vinculante en los que el precio hubiera sido fijado, determinado o determinable, con anterioridad (v. apdo. primero de la Disposición transitoria segunda del Real Decreto-ley 11/2020).

En estos casos, la solicitud de autorización de la inversión se dirigirá a Director General de Comercio Internacional e Inversiones, que las resolverá previo informe de la Junta de Inversiones Exteriores, aplicando de oficio la tramitación simplificada del procedimiento prevista en el artículo 96 de la Ley 39/2015, de 1 de octubre, del Procedimiento Administrativo Común de las Administraciones Públicas.

También es de interés destacar que transitoriamente, y hasta el desarrollo reglamentario del artículo 7 bis.1 de la Ley 19/2003, de 4 de julio, quedan exentas de la obligación de autorización previa las operaciones de inversión cuyo importe sea inferior a 1 millón de euros.

### **3. Autorización de la inversión extranjera en la emisión de deuda convertible en acciones o en operaciones de conversión de deuda en capital**

Sin perjuicio de la exención de autorización administrativa previa para las operaciones de inversión extranjera por importe inferior a un millón de euros hasta que se apruebe el desarrollo reglamentario del artículo 7 bis 1 de la Ley 19/2003, hemos de preguntarnos acerca del régimen administrativo aplicable a las operaciones de emisión de obligaciones convertibles o de otros valores mobiliarios que den derecho a la suscripción o adquisición de acciones de sociedades españolas por emisores extranjeros, así como aquellas operaciones de refinanciación que impliquen la entrada en el capital social de la sociedad en dificultades financieras, el aumento del capital por compensación de créditos o, en general, las operaciones de *debt equity swap* que se subsumen en el ámbito objetivo del artículo 7 bis de la Ley 19/2003.

En relación con las operaciones ya iniciadas con anterioridad al 18 de marzo si se acredita, «por cualquier medio válido en derecho» la existencia de acuerdo entre las partes o una oferta vinculante en los que el precio hubiera sido fijado, determinado o determinable, ha de solicitarse la autorización administrativa por el procedimiento simplificado previsto en la Disposición transitoria segunda del Real Decreto-ley 11/2020 ante la Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones.

En caso de denegación de autorización o silencio negativo, la suscripción de obligaciones convertibles no devendría ineficaz hasta el ejercicio de la facultad de conversión por el emisor extranjero. La sociedad emisora tiene de esta forma un plazo de tiempo en el que plantear alternativas a la convertibilidad de las obligaciones y la entrada en el capital social de esta clase de inversores, en función de la continuidad de la vigencia de la legislación restrictiva de

inversiones extranjeras directas en nuestro país.

Más inmediato en el tiempo serían las operaciones de conversión de deuda en capital. Nuestra opinión es que, sin la preceptiva autorización administrativa tramitada conforme al procedimiento simplificado, el inversor extranjero no puede convertirse en socio de la mercantil española, también en los casos en los que no procede acuerdo de la junta de ampliación del capital social (piénsese en que las acciones proceden de la autocartera). Si se trata de una ampliación de capital por compensación de créditos en curso, la no obtención de autorización administrativa de la inversión extranjera impediría la inscripción del aumento en el Registro Mercantil. Por imperativo legal no puede ejecutarse la ampliación del capital, aunque no quede viciado de nulidad el acuerdo de la junta anterior al 18 de marzo; una circunstancia sobrevenida (suspensión de la liberalización de las inversiones extranjeras directas) impide su ejecución.

Para las operaciones posteriores al 18 de marzo de 2020 deberá obtenerse en todo caso la previa autorización del Consejo de Ministros (a excepción de las de importe inferior a un millón de euros), sin la cual la operación de inversión extranjera directa a la que se refiere el artículo 7 bis carecerá de validez y efectos jurídicos (art. 7 bis 5 Ley 19/2003). Ello implica la imposibilidad de ejecutar operaciones de debt equity swap incluso en una operación de refinanciación sin la preceptiva autorización administrativa con carácter previo a su ejecución. Los administradores deberían plantear la propuesta de acuerdo de ampliación de capital por compensación de créditos condicionada a la efectiva obtención de la autorización administrativa, sin la cual no podrá ejecutarse. De esta forma podrían evitarse futuras impugnaciones del acuerdo de la junta por infracción de Ley (art. 204.1 de la Ley de Sociedades de Capital). En los casos en los que no proceda la ampliación del capital por ser el contravalor, por ejemplo, acciones en autocartera, la operación queda condicionada a la obtención de la autorización administrativa con carácter previo a su ejecución.

En relación con la suscripción de una emisión de obligaciones convertibles por inversores extranjeros a los que les sea aplicable el artículo 7 bis, podría mantenerse la interpretación expuesta para permitir la suscripción o adquisición de estos valores mobiliarios en tanto en cuanto no se ejecute la facultad de conversión por el inversor extranjero. La autorización del Consejo de Ministros se limita a la inversión directa extranjera, al acto jurídico mediante el cual el inversor ejerce la facultad de conversión de las obligaciones en acciones. Todo lo expuesto, claro es, sin perjuicio de la conveniencia, ante el silencio del legislador del estado de alarma, de que la CNMV emita opinión al respecto.

España es uno de los 14 países europeos que a 15 de abril de 2020 cuenta con legislación restrictiva de las inversiones extranjeras directas (<http://trade.ec.europa.eu/doclib/html/157946.htm>). La Comisión Europea recomienda a los Estados restantes que incorporen mecanismos de control de estas inversiones. Téngase en cuenta que el Reglamento (UE) 2019/452 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de marzo de 2019, para el control de las inversiones extranjeras directas en la Unión no es directamente aplicable hasta el 11 de octubre de 2020, si bien el contenido de su artículo 4 ha sido incorporado en el artículo 7 bis de la Ley 19/2003 a efectos de determinar si una inversión extranjera puede afectar a la seguridad o al orden público nacional.

Para más información, consulte nuestra web [www.ga-p.com](http://www.ga-p.com) o diríjase al siguiente e-mail de contacto: [info@ga-p.com](mailto:info@ga-p.com).