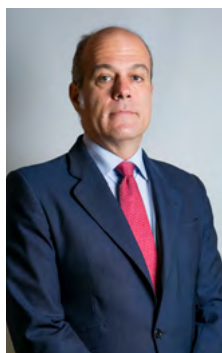


REAL DECRETO SOBRE INVERSIONES EXTERIORES

¿Dará al traste con las grandes operaciones del año?



Fernando Torrente, Socio responsable de M&A y Mercado de Capitales en Baker McKenzie; Carlos Jiménez de la Iglesia, Director de equipo del área de Corporate M&A en Baker McKenzie; Ignacio Sanjurjo, Socio de M&A Legal de Deloitte Legal; Rodrigo Martos, Socio Director de la oficina de Fieldfisher Madrid experto en Derecho civil y mercantil y M&A; Borja Martínez, Socio encargado del área de Defensa de la Competencia de Fieldfisher; Alexander Klob, Socio de Mercantil de Gómez-Acebo & Pombo; Juan Ignacio Romero, Of Counsel de Público y Regulatorio en Gómez-Acebo & Pombo; Gonzalo Zurita, Managing Director de Nomura en España, y David Miranda, Socio de Osborne Clarke.

El pasado 1 de septiembre entró en vigor el real decreto que modifica la regulación de inversiones extranjeras en España, Real Decreto 571/2023, incorrectamente denominado “Escudo Antiopas”. El desarrollo de la norma, uno de las más esperadas por el sector después de la legislación extraordinaria aprobada por el Covid-19, dará más seguridad jurídica a los inversores, pero obligará a muchas de las grandes operaciones del ejercicio a contar con el visto bueno del Gobierno para cerrarse con éxito. La entrada de STC en Telefónica o la reestructuración de Celsa son solo las más conocidas, pero tras ellas hay una larga lista de deals afectados. Baker McKenzie, Deloitte, Fieldfisher, GA-P, Nomura y Osborne Clarke analizan la regulación y su impacto en el mercado para C&C.

El Consejo de Ministros aprobó en julio el nuevo Real Decreto de Inversiones Extranjeras en España, una norma que viene a desarrollar y a aclarar algunas de las cuestiones abiertas del artículo 7 bis de la Ley 19/2003 -que estableció determinadas restricciones a inversiones extranjeras directa o indirectamente en España dependiendo de la tipología de inversor y del sector afectado- y deroga el hasta entonces vigente Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, sobre

inversiones exteriores. Adicionalmente, la aprobación del Reglamento (UE) 2019/452 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de marzo de 2019, por el que se establece un marco para el control de las inversiones extranjeras directas en la Unión, hacia también necesario que el desarrollo reglamentario nacional fuese acorde con dicha norma comunitaria, y que tuvo su primer reflejo legal durante el Estado de Alarma de 2020 (Real Decreto-ley 8/2020, de 17

de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto del Covid-19). Dada su relevancia para el mercado de private equity y M&A, la expectativa en el sector era máxima, aunque realmente, para muchos expertos, solo se ha puesto negro sobre blanco las medidas que desde hace unos años vienen regulando la inversión foránea en nuestro país con algunas matizaciones. En definitiva, tal y como reconoce, **Alexander Klob, Socio de Mercantil de Gómez-Acebo & Pombo**, “el Real Decreto 571/2023 no tiene otro objeto que actualizar la normativa reglamentaria materia de inversiones exteriores, adaptándola tanto a las previsiones del artículo 7 bis de la Ley 19/2003 como a las de ese Reglamento (UE) 2019/452 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de marzo de 2019”. Además, “se trata del desarrollo de la normativa que, con carácter extraordinario, se impulsó en todo el mundo y también en España para establecer controles a la inversión extranjera con el fin de proteger a las empresas y a los distintos sectores productivos de posibles operaciones oportunistas o depredadoras que podían producirse aprovechando el gravísimo impacto que tuvo la pandemia y las medidas de confinamiento en la economía, en los distintos sectores productivos y en las empresas”, recuerda **Fernando Torrente, Socio responsable de M&A y Mercado de Capitales en Baker McKenzie**. Pese a que generalmente se conozca a la norma como “escudo antiopas”, va mucho más allá y afecta a empresas e inversiones que nada tienen que ver con sociedades cotizadas, siendo su capacidad de control mucho más amplia.

Y es que, según **Rodrigo Martos, Socio Director de la oficina de Fieldfisher Madrid experto en Derecho civil y mercantil y M&A**, el mencionado Real Decreto cubre dos importantes funciones. “En primer lugar, regula los aspectos subjetivos, objetivos y procedimentales de la declaración de las inversiones extranjeras en España, así como los de las inversiones españolas en el exterior. En segundo lugar, y de forma más importante, completa y actualiza las disposiciones de procedimiento aplicables a los procedimientos de autorización en los supuestos de suspensión del régimen de liberalización de inversiones exteriores (art. 7 bis de la Ley 19/2003)”. Lo que, en la práctica, supone “sujetar las llamadas “inversiones extranjeras directas” (esto es, aquéllas en las que el inversor extranjero adquiere un 10% o más del capital social de una sociedad española o el control de la misma) a la previa autorización del Consejo de Ministros, cuando el destinatario de dichas inversiones fuera una sociedad española que opera en determinados sectores considerados estratégicos para el interés nacional o, independientemente del sector en el que opera la sociedad española, cuando el inversor reúna determinadas características subjetivas (estar controlado por un gobierno extranjero, haber realizado inversiones en sectores estratégicos en otros Estados miembros o existir riesgo grave de que realice actividades delictivas o ilegales que afecten al interés nacional)”, expone **David Miranda, Socio de Osborne Clarke**.

En palabras de **Ignacio Romero, Of Counsel de Público y Regulatorio en Gómez-Acebo & Pombo**, “Propiamente el Real Decreto 571/2023 no introduce ningún cambio con respecto al marco regulatorio contenido en el artículo 7 bis de la Ley 19/2003, en tanto que simplemente ha supuesto el desarrollo de los aspectos legales de éste, pero sí introduce algunas novedades con relación a la regulación a nivel reglamentario anterior, en tanto que el Real Decreto 571/2023 tiene por objeto actualizar la regulación de desarrollo en la materia,

para adaptarla al nuevo sistema que instaura ese artículo 7 bis de la Ley 19/2003”. Algunos de los principales cambios introducidos por la norma son, para **Carlos Jiménez de la Iglesia, Director de equipo del área de Corporate M&A en Baker McKenzie**, “la reducción de plazos; una nueva categorización de las operaciones exentas de control por parte de las administraciones públicas; se pasa a recoger en forma de norma algunos de los criterios que ya se venían aplicando por las autoridades en materia de inversiones extranjeras; se aclaran algunas de las dudas existentes sobre las operaciones sujetas por razón de sector o de identidad del inversor; y se regula expresamente el procedimiento de consulta previa que, hasta la fecha, se venía haciendo de manera informal (y sin plazos tasados). Si bien las mejoras son más que bienvenidas, quizás se echa en falta algo más de concreción respecto de determinados sectores afectados por la norma, lo que ayudaría a dar mayor certeza a los inversores extranjeros sobre las reglas de juego aplicables en nuestro país y así favorecer una mayor fluidez en las operaciones”.

“ **Se trata del desarrollo de la normativa que, con carácter extraordinario, se impulsó para establecer controles a la inversión extranjera con el fin de proteger a las empresas y a los distintos sectores productivos de posibles operaciones oportunistas durante el Covid-19** ”

Así, se reduce de 3 a 6 meses el plazo para resolver la solicitud de autorización del que dispone la Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones o, en su caso, las Direcciones Generales específicas sectoriales que procedan (cuando el importe de la inversión sea inferior a €5M) o bien el Consejo de Ministros. Así como “la introducción formal de la posibilidad de que, en caso de duda y con carácter previo a la realización de la inversión, los inversores interesados puedan realizar una consulta (vinculante para la administración) sobre la aplicación a su proyecto de inversión de la suspensión del régimen de liberalización de inversiones extranjeras. Dicha consulta voluntaria habrá de resolverse en el plazo de 30 días”, indica **Borja Martínez, Socio encargado del área de Defensa de la Competencia de Fieldfisher**. Con relación a la caracterización de la inversión, parte de la premisa de la Ley de considerar inversión extranjera la realizada por un inversor extranjero por la que pase a ostentar una participación igual o superior al 10% del capital social de la sociedad española, o cuando adquiera el control de la totalidad o de una parte de aquélla. “A estos efectos, para la identificación del inversor extranjero, atiende a criterios de residencia y de titularidad real. Si bien exceptúa de este concepto las reestructuraciones internas en un grupo de empresas, y los incrementos en las participaciones por parte de un inversor extranjero que ya tenga una superior al 10% y que no vayan acompañados de cambios en el control”, señala **Klob**. Adicionalmente recoge una serie de supuestos exentos de autoriza-

ción, referidos, bien al sector energético, bien a otros sectores en que se reúnan determinadas características y la cifra de negocios de las sociedades adquiridas, no superen los €5M en el último ejercicio contable cerrado; y una serie de particularidades aplicables a las actividades directamente relacionadas con la Defensa Nacional; con armas, cartuchería, artículos pirotécnicos y explosivos de uso civil u otro material de uso por los Cuerpos y Fuerzas de Seguridad del Estado; y para las adquisiciones de inmuebles de destino diplomático de Estados no miembros de la Unión Europea. Con respecto a la caracterización del inversor, se refiere también de forma específica a las entidades gestoras de las Instituciones de Inversión Colectiva. Con respecto a la autorización y sus efectos, se parte de la premisa de la falta de validez y efectos de las inversiones realizadas sin autorización, en tanto no se produzca su legalización. Es decir, "Se refiere al contenido de la autorización, y al plazo de ejecución de su ejecución, su prórroga y eventual caducidad; así como a la información que se vaya a utilizar para la valoración de las solicitudes; a la posible comunicación a la Comisión Nacional del Mercado de Valores; la obligatoriedad de la tramitación electrónica del procedimiento; y a la posibilidad de interponer recursos administrativos o jurisdiccionales frente a la resolución de la solicitud", apunta **Romero**. En este sentido, otra las principales novedades, para **Miranda**, es la delimitación sectorial del nuevo texto: "Uno de los principales problemas del artículo 7 bis, objeto de numerosas críticas, es la extrema amplitud de los sectores estratégicos que, en la práctica, venía a establecer un control gubernamental sobre cualquier inversión extranjera directa en empresas españolas, no solo en sectores en los que se podría justificar la existencia de un interés nacional (como energía, defensa, comunicaciones...), sino, en general, en cualquier empresa de base tecnológica. Por ello, uno de los aspectos más destacables del nuevo Real Decreto es la delimitación (si bien, a mi juicio, insuficiente) de ese amplio catálogo de sectores estratégicos, así como algunas mejoras introducidas en los procedimientos de autorización y control". Al margen de todo lo relativo al régimen de autorización administrativa, también regula y actualiza las obligaciones de información y declaración ante el Registro de Inversiones del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, distinguiendo entre la declaración de las inversiones extranjeras en España y la declaración de las inversiones españolas en el exterior.

NOVEDADES MUY RECLAMADAS POR EL SECTOR

Hasta la aprobación de esta norma, los aspectos procesales se regían por un procedimiento obsoleto cuyo resultado, en la práctica, generaba mucha inseguridad jurídica para los operadores. La nueva norma alinea el procedimiento con los objetivos del artículo 7 bis e incrementa la previsibilidad de la actuación administrativa. En algún punto, introduce importantes novedades las cuales se encuentran reguladas a lo largo del capítulo IV del mencionado Real Decreto. Por ello, el resultado es una normativa de control de inversiones españolas clara, predecible y con mayor seguridad jurídica, según el Gobierno, pero ¿qué conclusiones sacan los expertos tras un mes de funcionamiento de la regulación? En opinión de **Ignacio Sanjurjo, Socio de M&A Legal de Deloitte Legal**, "su desarrollo reglamentario redundará en una mayor seguridad jurídica

y transparencia para los inversores y sus asesores, que contamos con mayor visibilidad a la hora, por ejemplo, de definir los sectores estratégicos o los perfiles de inversor que generan la obligación de autorización. Por lo que, a expensas de comprobar cómo se aplican los criterios establecidos en el nuevo Real Decreto por las autoridades, el balance que realizamos es positivo, ya que ataja de forma particular una de las preocupaciones fundamentales de los inversores: el tiempo, el cual cobra una relevancia especial en las operaciones potencialmente sujetas a autorización previa. Por tanto, la reducción del plazo legal de autorización de seis a tres meses es particularmente bien recibido." Una idea que comparte **Martos**, para quien "este nuevo Real Decreto introduce importantes novedades que vienen a tratar solventar las dudas interpretativas que generaba la redacción de la Ley 19/2003 dando así mayor seguridad jurídica. Resulta evidente que muchas de estas medidas se han adoptado tras dos años de aplicación de la Ley, en los que la administración ha detectado las cuestiones más relevantes. Como resultado, la norma cumple las expectativas en el sentido de introducir un modelo procedimental e interpretativo coherente, que ciñe la actuación de la administración a aquellos casos en los que la necesidad de velar por los intereses nacionales se manifiesta de forma más evidente". En este sentido, uno de sus puntos fuertes conceptualmente, es que "se aclaran importantes cuestiones de aplicación de la Ley, como la consideración de que dos o más operaciones de inversión exterior tengan lugar dentro de un período de dos años entre los mismos compradores y vendedores se considerarán como una sola operación realizada en la fecha de la última operación (lo que puede repercutir en la estructuración de las operaciones). Se establece que quedarán fuera del régimen de aplicación de la suspensión del régimen de liberalización tanto las reestructuraciones internas en un grupo de empresas como aquellos incrementos en la participación en el capital social de una sociedad, siempre que el socio o accionista ya tenga una participación superior al 10%, que no supongan un cambio de control"; recuerda el **Socio de Fieldfisher**.

“ **A raíz de la aprobación de la nueva normativa de inversiones en marzo de 2020, ha habido un cierto debate doctrinal en relación a si las restricciones a la inversión extranjera directa cubrían también la compraventa de activos o ramas de actividad** ”

En cualquier caso, y como suele pasar con casi todas las normas jurídicas, siempre hay aspectos que el regulador podría haber mejorado. "La nueva norma reglamentaria presenta como principal acierto el aportar algo más de definición y precisión en la regulación que resultó del artículo 7 bis de la Ley 19/2003. Pues éste fue redactado en unos términos notablemente amplios y de contornos algo difusos, en particular en lo que se refiere a la delimitación de los sectores que reclaman autorización. Y sin

duda, el Real Decreto 571/2023, al precisar con mayor detalle el ámbito y límites de esos sectores, ofrece una mayor seguridad jurídica a los inversores. Sin embargo, es también cierto que con relación a alguno de esos sectores subsisten importantes lagunas normativas. Pues aun cuando el Real Decreto se refiere más exhaustivamente a algunos de ellos -y en particular, al energético-; sin embargo, no contiene la suficiente precisión con respecto a otros sectores, de también indudable aplicación práctica, dada la actual tendencia inversora sobre estos últimos. Lo que determina que siga siendo preciso acudir, bien a consultas puntuales a la Administración en cada caso concreto, bien a sus actos aplicativos en operaciones precedentes, como pauta interpretativa para determinar si una determinada operación de inversión habría de quedar o no sujeta al régimen de autorización”, comenta **Romero**. Por su parte, **Miranda** echa de menos una mayor flexibilidad a la hora de excluir operaciones en compañías que, aún operando en alguno de los sectores considerados estratégicos, carecen de la entidad suficiente para suponer un riesgo para la seguridad, la salud o el orden público por su escasa trascendencia. “En este sentido, la exención general para inversiones en compañías cuya cifra de negocio es inferior a €5M está sujeta a tantas excepciones que le restan buena parte de su eficacia y tampoco queda claro si sigue vigente la exención transitoria que preveía el Real Decreto-ley 11/2020, para inversiones de importe inferior a un €1M. También se echa en falta una mayor ambición a la hora de delimitar las inversiones sujetas a control previo en función de las características subjetivas del inversor (apartado 3 del artículo 7 bis) y, en particular, la referencia a los inversores extranjeros que hubieren “realizado inversiones o participado en actividades” en sectores estratégicos en otro Estado miembro”. Por otro lado, a raíz de la aprobación de la nueva normativa de inversiones en marzo de 2020, ha habido un cierto debate doctrinal en relación a si las restricciones a la inversión extranjera directa cubrirían también la compraventa de activos o ramas de actividad (otra de las formas de adquirir un negocio). “De hecho, la DCGII ha considerado tradicionalmente que estaban incluidas en el ámbito de la norma, si bien, a mi juicio, la redacción original del artículo 7 bis no avalaba dicha interpretación”, apunta el **Socio de Osborne Clarke**. Es por ello que, en diciembre de 2022, el Real Decreto-ley 20/2022 modificó sutilmente dicho artículo, a fin de incorporar a la definición de inversión extranjera directa todas aquellas operaciones cuya consecuencia sea “el control de la totalidad o parte de” una sociedad española. Si bien la redacción es mejorable, el preámbulo de dicho Real Decreto-ley deja clara esa intención, al indicar que “mejora la redacción vigente [del artículo 7 bis de la Ley 19/2003] para aclarar que [el] control [de inversiones extranjeras directas] se aplica a operaciones de inversión de activos o ramas de actividad, sin requerirse que éstas tengan forma societaria”, por lo que debemos concluir que, a raíz de dicha reforma, las compras de activos también están incluidas en el supuesto objetivo de la norma. A todo esto, **Sanjurjo** añade otro aspecto a mejorar, “sería deseable que existiese algún tipo de registro que, respetando las necesarias obligaciones de confidencialidad, permitiese a futuros inversores y sus asesores consultar información a modo de guía sobre precedentes de operaciones autorizadas y no autorizadas, conclusiones sobre determinadas

cuestiones relevantes de consultas previas, tales como la clasificación como sector estratégico de una determinada actividad, condiciones y obligaciones impuestas por las autoridades, etc.”.

“ **A raíz de la aprobación de la nueva normativa de inversiones en marzo de 2020, ha habido un cierto debate doctrinal en relación a si las restricciones a la inversión extranjera directa cubrirían también la compraventa de activos o ramas de actividad** ”

¿A QUÉ TIPO DE OPERACIONES AFECTA?

El régimen de control de inversiones extranjeras directas se aplica tanto a los inversores de fuera de la UE y la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC) como, temporalmente hasta el 31 de diciembre de 2024, a los residentes de estos países que no sean españoles e inviertan en empresas cotizadas españolas o cuyo valor supere los €500M. Según las estadísticas más recientes publicadas por el Ministerio de Industria, Turismo y Comercio, de un total de 73 operaciones analizadas en 2022, únicamente 3 operaciones tuvieron como inversor a una entidad residente en la UE/AELC. El perfil inversor más frecuente se corresponde a compañías de fuera de la UE/AELC, principalmente de EE.UU., Reino Unido, China y Emiratos Árabes Unidos. “Para que una inversión extranjera esté sujeta a autorización previa tiene que suponer la adquisición de una participación igual o superior al 10% del capital de una sociedad española (o, en su defecto, del control de la misma) y, además, afectar a determinados sectores estratégicos o se realicen por determinados perfiles de inversores (por ejemplo, entidades controladas por gobiernos extranjeros o que presentan un riesgo grave de que ejerza actividades afecten a la seguridad, orden o salud pública en España)”, dice **Sanjurjo**. La mayor parte de las operaciones se examinaron por estar relacionadas con materias estratégicas como tecnologías críticas, el suministro de insumos fundamentales o por tener acceso a información sensible. En línea con lo que hemos observado en otros países de la UE, el sector donde más operaciones han sido objeto de escrutinio en España ha sido el de información y comunicaciones, seguido de los sectores de actividades científicas y técnicas, la industria manufacturera, las actividades financieras y de seguros, el suministro de energía, el comercio mayorista y minorista y la construcción. Y es que la norma no se aplica únicamente a fusiones y adquisiciones sino también a todos aquellos casos en los que el inversor tenga la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre una empresa mediante, por ejemplo, derechos de veto sobre materias estratégicas o, incluso, a través de contratos, derechos u otros medios que permitan influir decisivamente sobre la composición, las deliberaciones o las decisiones estratégicas de los órganos de la empresa.

Además, el propio Real Decreto recoge otros supuestos de aplicación más allá de la adquisición de participaciones y acciones, como por ejemplo la constitución de sucursales, uniones temporales de empresas, fundaciones o comunidades de bienes, u otras formas de inversión como la reinversión de beneficios. “Resulta indudable que la potencial obligación de obtener autorización previa en materia de inversiones extranjeras directas deberá ser tenida muy en cuenta en los correspondientes procesos de M&A, ya sea en el contexto de adquisiciones por *private equity* o por inversores industriales, puesto que puede llevar aparejado un impacto tanto sustantivo – por la posibilidad de que la transacción se sujete a condiciones y obligaciones o, eventualmente, pudiera incluso llegar a ser prohibida – como desde el punto de vista de calendario – ya que la correspondiente operación no podrá cerrarse hasta obtener la correspondiente autorización previa, bajo pena de sanción económica de hasta el tanto del valor económico de la operación, con un mínimo de €30.000. No obstante, la sujeción de las operaciones de M&A a este tipo de autorizaciones previas no son infrecuentes, por lo que confiamos en que la sensibilización y conocimiento del régimen de inversiones extranjeras por parte de los inversores cada vez sea mayor, de modo que el análisis y tramitación de los correspondientes procedimientos de autorización se incorporarán a los procesos de M&A sin excesivas dificultades”, apunta el **Socio de Deloitte Legal**.

Sin duda el régimen de control a inversiones extranjeras como tal tiene una incidencia decisiva en el mercado de M&A en España, en el que el *private equity* tiene un peso cada vez más relevante. “Precisamente algunas de las aclaraciones que introduce la nueva norma vienen a consolidar el criterio interpretativo que ya se venía aplicando en la práctica respecto de quién debe considerarse como titular último a efectos de considerar el inversor como extranjero o no a efectos de esta norma, que ha sido atender con carácter general a la nacionalidad de la gestora o GP”, señala **Torrente**. Los fondos internacionales (ya sean de *private equity* o de *venture capital*), como actores relevantes en materia de inversión extranjera en España, son uno de los principales destinatarios de la norma, la cual les puede afectar de varias formas: bien porque la sociedad gestora del fondo es residente en un país de fuera de la UE o la AELC; bien porque, aun siendo residente en la UE o la AELC, realiza una inversión extranjera directa en una sociedad cotizada o, alternativamente, en una sociedad no cotizada siempre y cuando el volumen de la operación supera los €500M; o bien porque, independientemente del sector en el que invierte, le aplica la restricción subjetiva del apartado 3 del artículo 7 bis, por haber “realizado inversiones o participado en actividades” en sectores estratégicos en otros Estados miembros.

¿IMPACTARÁ SOBRE LOS DEALS EN MARCHA O SOBRE LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN ESPAÑA?

Ha habido (y hay) un vivo debate acerca, no tanto quizá de los cambios introducidos por la nueva norma (en la medida en que, como se ha señalado, ésta no supone una modificación sustancial), sino más bien de la conveniencia de prorrogar un régimen de control de las inversiones extranjeras que, cabe recordar, fue introducido en los primeros momentos de la pandemia y con vocación, supuestamente,

temporal, justificando el Gobierno su introducción sobre la base de la situación excepcional de los mercados y la necesidad de proteger determinados sectores estratégicos de interés nacional en dicho contexto. “Sin duda, ese debate es legítimo y ha habido voces autorizadas, incluso desde reguladores como la CNMV, que han cuestionado la conveniencia de prorrogar (y, más aún, de convertir en permanente) el régimen de control, puesto que ello limita la libertad de inversión, que es un activo a proteger, en un momento en que el contexto excepcional de la pandemia que justificó la introducción del mecanismo ya habría desaparecido”, afirma **Klob**. Con todo, los expertos no creen que la norma vaya a suponer un freno a la inversión extranjera en España, ni mucho menos vaya a dar al traste con el grueso de las operaciones de M&A. Y es que, “una proporción muy elevada de las inversiones extranjeras realizadas en España queda fuera del alcance del mecanismo de control, bien porque no afectan a sectores de los considerados estratégicos, bien porque se trata de inversores comunitarios no españoles en sociedades no cotizadas y con un valor de inversión inferior a los €500M. En este sentido, según los datos oficiales, en 2022 únicamente se presentaron 98 solicitudes de autorización en aplicación del art. 7bis de la Ley 19/2003 y la Junta de Inversiones Exteriores (JINVEX) informó respecto de 83 operaciones”, analiza el **Socio de Gómez-Acebo & Pombo**. Además, solo en un número muy reducido de operaciones se imponen medidas de mitigación. Así, según los mismos datos oficiales, de las 83 operaciones informadas solo en diez casos se apreció la necesidad de adoptar medidas y, en concreto, en nueve de ellos la operación se autorizó con medidas de mitigación y únicamente una operación no fue autorizada (por considerarse imposible establecer medidas de mitigación eficaces). Es decir, las solicitudes de autorización representan una pequeña parte de la inversión extranjera en España y, de dichas solicitudes, solo, aproximadamente, un 10% de los casos se considera necesaria la imposición de medidas. Por lo tanto, en la gran mayoría de inversiones, el mecanismo de control se traduce para el inversor más en un trámite que en una auténtica limitación o “impedimento” a la operación. Y es que, según **Jiménez de Laiglesia**, “estas medidas proteccionistas no son exclusivas de España, ya que traen causa de un esfuerzo conjunto de la Unión Europea por responder a mecanismos similares en otras áreas geográficas, y que se tradujeron en el Reglamento UE 2019/452 para el control de las inversiones extranjeras directas en la Unión del que la norma trae causa. Pero no cabe duda de que toda medida restrictiva de inversión extranjera que impone un control, en última instancia político, pueden acabar perjudicando al mercado y a las empresas a las que pretenden proteger. La falta de predicibilidad, tanto en plazos como en resultados, la ausencia de criterios homogéneos y la falta de transparencia, pueden hacer que la inversión se dirija a destinos más seguros y más abiertos. No debemos olvidar que la liberalización de la inversión extranjera en España es un objetivo que se había alcanzado después de décadas de trabajo y de sucesivas reformas que habían culminado en un régimen que estaba consolidado”. Para **Gonzalo Zurita, Managing Director de Nomura en España**, “la mayor preocupación del inversor extranjero ante esta autorización han sido los plazos y el retraso en el cierre de la operación que en ciertos casos ha llevado la autorización. Lo que más les preocupaba era la incertidumbre en este plazo más que la posibilidad de prohibirse una operación, salvo casos muy particulares. El prolongar el periodo entre la firma de una operación y su cierre

en un momento del mercado con alta volatilidad, no solo en los mercados financieros sino en la operativa de la compañía, creaba muchos problemas. Por un lado, tener comprometida la financiación durante un periodo largo de plazo encarecía dicha financiación y daba incertidumbre en cuanto a sus términos finales, incluyendo el coste. Y por otro en una situación macroeconómica incierta, los compradores querían tomar el control de la compañía adquirida cuanto antes y no tener que esperar mucho tiempo desde que firmaban su compromiso de compra hasta que realmente podían controlarla. La reducción del plazo de autorización debería acelerar los plazos y dar más confort a los inversores”.

Aunque resulta difícil -y poco prudente- anticipar si es previsible que el mecanismo de control pueda dar al traste con algunas de las grandes operaciones en curso -ya que ese análisis exigiría un conocimiento detallado (desde dentro) de los elementos de juicio relevantes (incluyendo estructuras accionariales de las partes, detalle de sus actividades, etc.) de tales operaciones y, además, prejuzgar la valoración del riesgo que puedan merecer al Gobierno-, no parece muy probable que el Real Decreto vaya a dar al traste con el grupo de las grandes operaciones del ejercicio. En palabras de Miranda, “Hasta la fecha (y a expensas de la decisión del Gobierno sobre la

entrada de STC en Telefónica), por lo que a mí me consta, el Gobierno ha autorizado (en la mayoría de los casos, sin condiciones) todos los expedientes de inversión extranjera directa que se le han presentado, por lo que, aparte del impacto que este procedimiento pueda tener sobre plazos de cierre y costes transaccionales, no parece que el mecanismo de control esté operando como barrera para frenar la inversión extranjera en España. No obstante, las discrepancias en un Gobierno con ministros abiertamente opuestos a los principios de libertad económica pueden generar ciertas incertidumbres en las operaciones más mediáticas, como está sucediendo en el caso de Telefónica”. Una idea a la que se suma **Romero**, “sobre la base de los sectores identificados por la norma como estratégicos, los precedentes y la información pública, efectivamente parecería que en determinados casos puntuales podría existir un riesgo real de que determinadas inversiones sean objeto de un escrutinio intenso por parte del Gobierno y, en consecuencia, que pudiera apreciarse la necesidad de imponer medidas de mitigación (o, incluso, de no autorizar la operación). Así, por ejemplo, tenemos ejemplos muy recientes en los que miembros del Gobierno han manifestado públicamente su cautela ante -o, en algún caso, incluso su oposición a- determinadas operaciones corporativas”.



Capital & Corporate
/ MAGAZINE

LA PRIMERA REVISTA ESPAÑOLA DE INFORMACIÓN
SOBRE CORPORATE FINANCE

91 761 34 80

 www.capitalcorporate.com