

ANÁLISIS



Derecho de sociedades

Opas voluntarias y ventas forzosas de las acciones de los minoritarios

La Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea (Sala Quinta) de 13 de mayo del 2026 (*Korfin y Sempiola contra Slovnaft*, as. C-225/25) aclara el concepto de *oferta pública de adquisición* a efectos del artículo 2 de la Directiva de opas del 2004, de forma que no se subsume en el concepto de *opa* una oferta dirigida a los titulares de valores de una sociedad con el fin de adquirir la totalidad o parte de esos valores cuando la presente un oferente que ya posee el control de la sociedad afectada.

REYES PALÁ LAGUNA

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

§ 1. La Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Quinta) de 13 de mayo del 2026 (*Korfin y Sempiola contra Slovnaft*, as. C-225/25, EU:C:2026:401), al hilo de una cuestión prejudicial, aclara la definición de *oferta pública de adquisición* del artículo 2 de la Directiva 2004/25 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril, relativa a las ofertas públicas de adquisición (en adelante, también, «Directiva de opas»), en concreto, si puede subsumirse en ella el supuesto de una opa vo-

social basada en que el accionista mayoritario (Mol) no podía disponer de un derecho de venta forzosa al no haber formulado a todos los accionistas de Slovnaft una oferta pública de adquisición, en el sentido del artículo 2, apartado 1, letra a, de la Directiva 2004/25, contraviniendo de esta forma lo previsto en el artículo 15.1 de esta directiva que regula la venta forzosas de valores. («los Estados miembros velarán por que, tras una oferta dirigida a todos los titulares de valores de la sociedad afectada y referente a la totalidad de sus valores, se apliquen las disposiciones contempladas en los apartados 2 a 5 [...]»).

Los minoritarios no negaron que el acuerdo de la junta de venta forzosa viniera precedido de una oferta presentada por Mol para la adquisición

de las acciones de Slovnaft, con un periodo de aceptación entre el 10 de mayo y el 18 de julio del 2019. Lo que alegaron es que dicha oferta no cumplía los requisitos exigidos para ser calificada de *oferta pública de adquisición*, en el sentido del artículo 2, apartado 1, letra a, de la Directiva de opas. Y ello, porque Mol había adquirido una participación de control en Slovnaft mucho antes de la presentación de dicha oferta, de modo que ésta no puede considerarse una oferta obligatoria, en el sentido del artículo 5.1, de la citada directiva. Y tampoco puede calificarse como la oferta voluntaria referida en el apartado a del artículo 2.1, puesto que no perseguía el objetivo de adquirir el control de Slovnaft, control que Mol ejercía ya antes de presentar su oferta.

§ 3. La demanda es desestimada en primera instancia y se confirma su desestimación en apelación. El Tribunal Supremo eslovaco suspende el procedimiento y plantea al Tribunal de Justicia la siguiente cuestión prejudicial: «¿Debe interpretarse el artículo 2, apartado 1,

En la directiva, la opa voluntaria por quien ya tiene el control no goza de squeeze-out

luntaria cuando el oferente ya tiene el control de la sociedad afectada. La cuestión es relevante a los efectos de aplicar, en su caso, el régimen de la directiva sobre las ventas forzosas de las acciones de los minoritarios (*squeeze-out*) en los casos en los que oferente —que ya tenía el control de la sociedad— formula una posterior opa voluntaria.

§ 2. Los hechos del litigio principal resumidamente son éstos: el 10 de octubre del 2019 la Junta General Extraordinaria de Slovnaft aprobó la transmisión, a favor de Mol (en esa fecha era el accionista mayoritario de Slovnaft con participación del 98,56 % en su capital social), de todas las acciones de las que eran titulares los restantes accionistas —por tanto, minoritarios, el 1,44 % del capital con derecho a voto— en el marco de un procedimiento de venta forzosa de los titulares de valores previsto en el artículo 118i de la Ley eslovaca sobre Valores Negociables. Korfin y Sempiola, accionistas minoritarios de Slovnaft, interpusieron una demanda de nulidad del referido acuerdo

letra a, de la Directiva [2004/25] en el sentido de que sólo puede presentarse una oferta pública voluntaria de adquisición cuando su objetivo sea la toma de control de la sociedad afectada por la oferta, por lo que no podrá presentarse una oferta pública voluntaria de adquisición por parte de una entidad que ya ostente el control en la sociedad afectada?».

§ 4. Dejando al margen cuestiones tratadas en la sentencia relativas a la transposición de la Directiva de opas y de una redacción no excesivamente clara del Derecho interno eslovaco, el Tribunal de Justicia de la Unión considera que, para resolver la cuestión prejudicial, es preciso tener en cuenta no sólo el tenor del artículo 2 de la Directiva de opas, «sino también el contexto en el que se inscribe, así como los objetivos y la finalidad que persigue el acto del que forma parte» (con cita de las sentencias de 17 de noviembre de 1983, *Merck*, 292/82, EU:C:1983:335, y de 30 de octubre del 2025, *Pome*, C-398/24, EU:C:2025:843).

§ 5. Por lo que respecta a la *oferta pública de adquisición*, la directiva incluye en su definición (art. 2.1a) tanto la opa forzosa como la voluntaria y la opa tanto *a priori* (con carácter previo a la adquisición del control de la cotizada) como *a posteriori* («siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia de la toma de control de la sociedad afectada conforme al Derecho nacional»).

§ 6. Pero es preciso tener en cuenta también otros preceptos de la directiva. Así, el tribunal cita el artículo 5, que se refiere al caso de la opa obligatoria total (sobre el cien por cien del capital) y *a posteriori*, tras la adquisición del control de la sociedad. «Se trata de la única oferta obligatoria prevista por dicha directiva, ya que ninguna otra disposición de ésta impone tal obligación. De ello se deduce que una oferta pública de adquisición obligatoria, en

el sentido del artículo 2, apartado 1, letra a, de esta directiva, se produce tras la adquisición del control de la sociedad afectada y no puede tener como objetivo adquirir el control de esa sociedad». En esta línea argumental trae a colación el artículo 5.2, en cuya virtud «[l]a oferta obligatoria contemplada en el apartado 1 no será aplicable cuando el control se haya adquirido tras una oferta voluntaria presentada conforme a la presente directiva a todos los titulares de valores por la totalidad de sus valores»; afirma al respecto que «la oferta pública de adquisición voluntaria que contempla es una oferta que tiene por objetivo adquirir el control de la sociedad afectada y que ha conducido efectivamente a adquirir ese control».

§ 7. Recuerda asimismo el artículo 15.2 en relación con las ventas forzosas: si el oferente desea ejercer su derecho de exigir a todos los titulares de los valores restantes que le vendan esos valores por un precio justo, estará obligado a ejercerlo en un plazo de tres meses a partir del final del plazo de aceptación de la oferta, tal como se establece en el artículo 7 de la directiva. Entiende el tribunal que este plazo de tres meses «quedaría privado de todo efecto útil» si se admitiera que quien posee el control de la cotizada pudiera, en cualquier momento posterior a la adquisición de ese control, presentar una opa voluntaria para acogerse al derecho de las ventas forzosas. Pone el ejemplo de un oferente en esta situación que no ha ejercido su derecho de hacer uso de la venta forzosa de los titulares de valores en ese plazo de tres meses: «le bastaría con presentar una nueva oferta voluntaria para hacer correr un nuevo plazo para el ejercicio de ese derecho».

§ 8. Por ello, razona que «una oferta voluntaria, en el sentido del artículo 2, apartado 1, letra a, de la Directiva 2004/25, debe entenderse como una oferta que tiene por objetivo adquirir el control de la sociedad afectada

y, por consiguiente, no puede ser una oferta presentada a raíz de la adquisición de dicho control».

§ 9. Además, del artículo 3 y de los considerandos 2 a 9 de la directiva se desprende que la norma «tiene por objeto garantizar la protección de los accionistas de las sociedades comprendidas en su ámbito de aplicación cuando dichas sociedades sean objeto de una adquisición de control o de una oferta pública que tenga por objeto adquirir su control». De esta manera, a falta de cambio de control, la protección de los accionistas minoritarios no forma parte de los objetivos perseguidos por la Directiva de opas.

§ 10. Tiene en cuenta además en su decisión la consideración de mínimos del régimen de la directiva, de forma que los Estados miembros pueden establecer condiciones complementarias y disposiciones más estrictas que las previstas en la directiva, como sería el caso si establecieran en su Derecho interno que el accionista que tiene el control de la sociedad pueda presentar una oferta para la adquisición de las acciones restantes y, posteriormente, exigir a los accionistas minoritarios que le transmitan sus acciones en el marco de una venta forzosa. Pero esta cuestión es competencia del Tribunal Supremo eslovaco, el único competente para interpretar su derecho nacional.

§ 11. Por todo lo expuesto, el Tribunal Europeo responde a la cuestión prejudicial planteada en el sentido de que el artículo 2, apartado 1, letra a, de la Directiva 2004/25 debe interpretarse en el sentido de que una oferta dirigida a

los titulares de valores de una sociedad con el fin de adquirir la totalidad o parte de esos valores no constituye una oferta voluntaria comprendida en el concepto de *oferta pública de adquisición*, en el sentido de la disposición citada, cuando la presente un oferente que ya posee el control de la sociedad afectada.

§ 12. En el Derecho español, el artículo 116 de la Ley de los Mercados de Valores y de los Servicios de Inversión extiende el régimen de las compraventas forzosas a las opas voluntarias siempre que se hayan formulado a todos los titulares de acciones o de otros valores que confieran directa o indirectamente derechos de voto en una sociedad cotizada. El artículo 117 de esta ley dispone que las opas voluntarias deberán dirigirse a todos los titulares de valores que confieran derechos de voto, estarán sujetas a las mismas reglas de procedimiento que las opas obligatorias «y podrán realizarse, en las condiciones que se establezcan reglamentariamente, por un número de valores inferior al total». El artículo 13 del Reglamento de opas (Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores) permite formular una opa voluntaria por un número de valores inferior al total a quien no vaya a alcanzar, a resultas de ella, una participación de control o a quien, «ostentando ya una participación de control, pueda libremente incrementar su participación en la sociedad afectada sin sujetarse a la obligación de formular una oferta obligatoria». De ahí el interés de esta sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión que aclara en qué casos no procede aplicar el régimen de las compraventas forzosas tras una opa voluntaria.