



*Documentos de Trabajo del Departamento de  
Derecho Mercantil*

---

2007/9

Marzo 2007

---

**METODOS DE CONCENTRACION TRANSFONTERIZA  
INTRACOMUNITARIA DE SOCIEDADES COTIZADAS: FUSIONES,  
OPAS Y OTROS MÉTODOS ALTERNATIVOS. LAS DIRECTIVAS 2004/25/CE  
Y 2005/56/CE**

Alberto Javier Tapia Hermida

Departamento de Derecho Mercantil. Facultad de Derecho.  
Universidad Complutense.  
Ciudad Universitaria s/n.  
28040 Madrid  
00 34 -913 94 54 93  
[atapia@sanchezcalero.com](mailto:atapia@sanchezcalero.com)  
<http://www.ucm.es/info/mercantil>

*Documento depositado en el archivo institucional EPrints Complutense*  
<http://www.ucm.es/eprints>  
Copyright © 2007 por el autor

**Resumen:**

Las sociedades cotizadas pueden concentrar sus recursos personales y materiales mediante dos procedimientos típicos: las fusiones y las OPAs. Ambos procedimientos coinciden en su función económica esencial de integración pero difieren en sus fuerzas motoras (el consenso o el disenso), en sus procedimientos (aristocrático y representativo en el caso de las fusiones y democrático y plebiscitario en el de las OPAs) y en sus efectos (la unificación de personas jurídicas en el caso de las fusiones y la diversidad en el de las OPAs). Las dificultades propias de estas operaciones societarias complejas se incrementan cuando implican a sociedades de nacionalidades diversas. Para solventar estas dificultades adicionales se han promulgado, en el ámbito de la Unión Europea, dos normas armonizadoras: la Directiva 2004/25/CE, sobre las OPAs y la Directiva 2005/56/CE sobre las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital. El gran número de remisiones que hacen ambas Directivas a los Ordenamientos nacionales y las facultades de exceptuar la aplicación de determinados preceptos que se reconocen a los Estados miembros reducirán su eficacia para conseguir el objetivo de facilitar estas operaciones de concentración intracomunitaria.

**Palabras clave:** Concentraciones. Fusiones. Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs). Transfronterizas. Intracomunitarias. Unión Europea. Directivas.

**Abstract:**

Listed companies can concentrate their personal and material resources by means of two typical procedures: mergers and takeover bids. Both procedures fit in with their essential economic function of integration but they differ from each other on their motive forces (the consensus or the dissent), on their procedures (aristocratic and representative if mergers and democratic and plebiscite if takeover bids) and on their effects (the unification of companies in regard to mergers and the diversity with regard to takeover bids). The peculiar difficulties of these complex corporate operations increase when they involve companies with diverse nationalities. In order to settle these additional difficulties, two coordinating Directives have been promulgated in the European Union scope: Directive 2004/25/CE, on takeover bids and Directive 2005/56/CE on cross-border mergers of corporations. The large number of references that both Directives do to domestic Codes and the faculty to exclude the application of certain rules that are recognized to EU Member States will reduce their efficiency to obtain the aim which facilitates these operations of intra-EU concentration.

**Key words:** Concentrations. Mergers. Acquisition of public companies (Takeover Bids). Cross-border. Intra-EU. European Union. Guidelines

**METODOS DE CONCENTRACION TRANSFRONTERIZA INTRACOMUNITARIA  
DE SOCIEDADES COTIZADAS: Fusiones, OPAs y otros métodos  
alternativos. Las Directivas 2004/25/CE y 2005/56/CE**

**Alberto Javier Tapia Hermida\***

SUMARIO:

I.	Presentación.....	5
II.	Delimitación del objeto de estudio: concentraciones transfronterizas intracomunitarias de sociedades cotizadas en el ámbito financiero.....	6
	1. Concentraciones transfronterizas intracomunitarias.....	6
	2. De sociedades cotizadas en el ámbito financiero.....	6
	2.1. La doble regulación de las concentraciones transfronterizas de las sociedades cotizadas.....	7
	2.2. La regulación triple de las concentraciones transfronterizas de las sociedades financieras.....	7
III.	El punto de partida: contrastes, paradojas y esquizofrenias en la práctica comunitaria de las concentraciones transfronterizas de sociedades cotizadas.....	7
IV.	El contexto normativo: el marco regulatorio de las concentraciones transfronterizas de sociedades cotizadas en la Unión Europea.....	9
	1. La estructura de la regulación: criterios de ordenación.....	9
	1.1. El criterio funcional que atiende al tipo de operación de concentración transfronteriza.....	9
	1.2. El criterio subjetivo que atiende al tipo de entidades implicadas en la operación de concentración transfronteriza.....	10
	2. Las relaciones entre las tres regulaciones -competitiva, societaria y mobiliaria- citadas: distinción e interconexión de las mismas.....	10
	2.1. Distinción de las regulaciones.....	11
	2.2. Interconexión de las regulaciones.....	11
	3. Las relaciones entre las concentraciones, las fusiones y las OPAs transfronterizas.....	11
V.	Métodos alternativos de concentración transfronteriza de sociedades cotizadas.....	12

---

\* Profesor Titular de Derecho Mercantil. Universidad Complutense de Madrid.

1.	La opción entre los dos métodos típicos de concentración: la fusión y la OPA.....	12
2.	La opción entre los métodos típicos de concentración y los métodos alternativos.....	13
VI.	Las fusiones transfronterizas de sociedades de capital cotizadas.....	15
1.	Régimen.....	15
1.1.	Regulaciones comunitarias de las dos formas típicas de fusión transfronteriza de sociedades de capital cotizadas: la fusión constitutiva de una SE y la fusión constitutiva o modificadora de una sociedad doméstica.....	15
1.2.	Comparación entre las dos formas de fusión transfronteriza de sociedades de capital cotizadas: diferencias y semejanzas.....	15
1.3.	La Directiva 2005/56/CE: antecedentes y características.....	16
2.	Noción.....	17
3.	Clases.....	17
4.	Procedimiento.....	17
4.1.	Especialidades de las fusiones transfronterizas de sociedades cotizadas en las tres fases de su procedimiento.....	17
4.2.	Especialidades de las fusiones transfronterizas de sociedades cotizadas en la protección de los socios disidentes, de los acreedores y de los trabajadores.....	19
5.	Efectos.....	21
VII.	LAS OPAS TRANSFRONTERIZAS INTRACOMUNITARIAS.....	21
1.	Régimen.....	21
1.1.	La Directiva 2004/25/CE: antecedentes y características.....	21
1.2.	La Ley aplicable a las OPAs transfronterizas intracomunitarias.....	23
2.	Noción.....	23
2.1.	Noción de OPA transfronteriza intracomunitaria en sentido genérico.....	23
2.2.	Noción de OPA transfronteriza intracomunitaria en sentido específico.....	24
3.	Clases.....	24
3.1.	OPAs transfronterizas amistosas y hostiles.....	24
3.2.	OPAs transfronterizas intracomunitarias y extracomunitarias.....	24
3.3.	OPAs transfronterizas obligatorias y voluntarias.....	25
4.	Procedimiento.....	25

4.1. Grado de armonización de los aspectos societarios.....	25
4.2. Grado de armonización de los aspectos mobiliarios o procedimentales.....	26
5. Efectos. ....	27
<b>BIBLIOGRAFÍA</b> .....	<b>29</b>

## **I. PRESENTACIÓN.**

Las concentraciones de sociedades cotizadas se pueden realizar por dos métodos jurídicos: la fusión y la adquisición de acciones o participaciones que -cuando conlleve un cambio de control en la sociedad afectada- implica la obligación de formular una OPA. En términos generales, ambos métodos responden a principios diversos tanto en sus procedimientos como en sus efectos. Así, mientras las fusiones responden, en su procedimiento, a un método aristocrático y representativo, porque parten de un acuerdo inicial de los administradores de las sociedades implicadas; las OPAs responden a un método democrático y plebiscitario, ya que el oferente interesado en la adquisición del control de la sociedad afectada, apela directamente a la voluntad de sus accionistas. Por otra parte, mientras las fusiones desembocan en una sola persona jurídica, que será la nueva sociedad o la absorbente; las OPAs mantienen la diversidad de personalidades entre la sociedad oferente y la afectada.

Cuando los dos métodos de concentración indicados implican a sociedades cotizadas sujetas a diferentes leyes nacionales, los problemas jurídicos que plantean las concentraciones nacionales se ven incrementados por obstáculos adicionales que son característicos de las concentraciones transfronterizas. Además, cuando estas últimas se plantean en el ámbito de la Unión Europea, presentan rasgos típicos derivados tanto de la existencia de disposiciones comunitarias supraestatales como del nivel de armonización comunitaria de sus respectivas regulaciones nacionales.

En relación con lo anterior, la penuria histórica de instrumentos jurídicamente eficientes para concentrar sociedades de capital en general y, más en concreto, sociedades cotizadas ubicadas en diferentes Estados de la Unión Europea está en trance de verse paliada por un conjunto de disposiciones comunitarias, ya incorporadas o en trance de incorporación a los Derechos nacionales, que afecta a las facetas mercantiles más relevantes de aquellas concentraciones. En efecto, en estos últimos años se han promulgado normas que pretenden, de una parte, regular de forma eficiente el control de las concentraciones entre empresas para garantizar su compatibilidad con la competencia en el mercado común (así, el Reglamento CE nº 139/2004, del Consejo, de 20 de enero de 2004). De otra parte, las nuevas disposiciones quieren poner a disposición de las sociedades europeas instrumentos jurídicos de concentración a través de fusiones transfronterizas que desemboquen, bien en la constitución de sociedades de régimen supranacional, sean Sociedades Anónimas Europeas (el Reglamento CE nº 2157/2001 del Consejo de 8 de octubre de 2001, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea) o Sociedades Cooperativas Europeas (el Reglamento CE nº 1435/2003 del Consejo de 22 de julio de 2003, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Cooperativa Europea); o bien en la creación o en el crecimiento patrimonial de sociedades de capital europeas sujetas a un Ordenamiento doméstico (la Directiva 2005/56/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital). Por último, y en lo que a las sociedades cotizadas se refiere, la promulgación de la Directiva

2004/25/CE, del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición coadyuva al objetivo de concentración de las sociedades cotizadas en la medida en que implica un cierto –si bien tímido e incluso ilusorio, por las razones que expondremos en su momento- desmantelamiento de las barreras societarias contra aquellas ofertas. En tal sentido, la implantación de un mercado europeo de control societario facilitará una distribución eficiente de dicho control mediante los cambios oportunos de las manos que lo detentan que podrá culminar, bien en sociedades independientes de la misma dimensión y o bien en sociedades integradas en grupos mayores.

## **II. DELIMITACIÓN DEL OBJETO DE ESTUDIO: CONCENTRACIONES TRANSFRONTERIZAS INTRACOMUNITARIAS DE SOCIEDADES COTIZADAS EN EL ÁMBITO FINANCIERO.**

Los límites de este estudio vienen marcados por referencia a las operaciones sobre las que versa y a las entidades que intervienen en las mismas. En efecto:

### **1. Concentraciones transfronterizas intracomunitarias.**

En cuanto a las operaciones, este Estudio se refiere, inicialmente, a las concentraciones, abarcando aquellas que comporten un cambio duradero del control de una o varias empresas bien sea a través de su fusión o bien de la adquisición de participaciones en su capital<sup>1</sup>. Pero, dentro de dichas concentraciones, sólo se ocupará de las que sean transfronterizas y, además, intracomunitarias; esto es, de las que impliquen a entidades ubicadas en diferentes Estados que, además, deberán ser miembros de la Unión Europea. Esta delimitación objetiva o funcional hace que la regulación de estas concentraciones, a pesar de su carácter transfronterizo, tenga una dosis típica de homogeneidad porque los diversos Derechos nacionales implicados estén sometidos o armonizados por disposiciones del Derecho comunitario.

### **2. De sociedades cotizadas en el ámbito financiero.**

En cuanto se refiere a los sujetos, dentro del amplio ámbito subjetivo de la regulación de las concentraciones, que no sólo implica a las sociedades de capital sino, en general, a todo tipo de empresas; seleccionaremos como objeto de estudio aquellas concentraciones que implican a sociedades de capital cotizadas, con especial atención a las que operan en el ámbito financiero, ostentando la condición de entidades de crédito, empresas de inversión o entidades aseguradoras.

La anterior demarcación del ámbito subjetivo de nuestro estudio tiene consecuencias regulatorias típicas porque obliga a tomar en consideración, tanto en el Derecho comunitario como en los Ordenamientos nacionales, una doble o triple normativa. En efecto:

---

<sup>1</sup> Así pues, el punto de partida es la definición de concentración del art.3 del Reglamento (CE) nº 139/2004, del Consejo de 20 de enero de 2004 sobre el control de las concentraciones entre empresas (Reglamento comunitario de concentraciones).

### ***2.1. La doble regulación de las concentraciones transfronterizas de las sociedades cotizadas.***

Primero, cuando las concentraciones transfronterizas intracomunitarias implican a sociedades cotizadas, debe tomarse en consideración que la necesidad de armonizar regulaciones nacionales es doble porque doble es el régimen al que están sujetas tales sociedades en el Derecho comunitario y en cada Ordenamiento nacional. Así, las concentraciones serán factibles en tanto estén armonizados no sólo los Derechos de sociedades de cada uno de los Estados miembros de origen; sino también los Derechos de los respectivos mercados de valores.

En la práctica societaria de los últimos años que implica a sociedades españolas, destacan, como ejemplos de esta doble normativa, la absorción de Sarrió S.A. por parte de Reno de Médici, S.p.A. en 1998 y la -provisionalmente- frustrada absorción de Autostrade S.p.A por Abertis Infraestructuras, S.A. en 2006.

### ***2.2. La regulación triple de las concentraciones transfronterizas de las sociedades financieras.***

Segundo, cuando, además, aquellas concentraciones transfronterizas implican a sociedades que desarrollan actividades de intermediación financiera en sentido amplio, que abarca a las entidades de crédito, a las empresas de inversión y a las entidades aseguradoras; el panorama regulatorio se complica notablemente puesto que hay que tener presente un triple plano normativo tanto en el Derecho comunitario como en los Ordenamientos nacionales de los Estados miembros: el general de las sociedades de capital, el especial de las sociedades cotizadas y el particular de las sociedades que actúan como intermediarios financieros.

En la práctica societaria que implica a sociedades españolas, los procesos de absorción del Abbey National Bank por el Banco Santander Central Hispano en 2004 y la OPA formulada -sin éxito- por el Banco Bilbao Vizcaya Argentaria sobre las acciones de la Banca Nazionale del Lavoro en 2005 son casos paradigmáticos de la complejidad normativa señalada.

## **III. EL PUNTO DE PARTIDA: CONTRASTES, PARADOJAS Y ESQUIZOFRENIAS EN LA PRÁCTICA COMUNITARIA DE LAS CONCENTRACIONES TRANSFRONTERIZAS DE SOCIEDADES COTIZADAS.**

La contemplación de la práctica comunitaria pone de manifiesto paradojas y esquizofrenias en este ámbito porque los mismos Estados comunitarios que impulsan con gran entusiasmo la normativa comunitaria tendente a facilitar las concentraciones transfronterizas de sociedades de capital y eliminar los obstáculos a las mismas; dificultan, explícita o implícitamente, su realización cuando aquellas concentraciones afectan a sectores estratégicos.

Este desdoblamiento -en ocasiones cínico- de la personalidad de los Estados comunitarios se manifiesta en todo su esplendor cuando se trata de concentraciones transfronterizas de sociedades cotizadas que operan en

mercados estratégicos y, muy particularmente, en el sector financiero. Ello es así porque la masa crítica de fondos propios necesaria para operar en los sectores estratégicos de la Economía –ya sean financieros, energéticos o de infraestructuras- hace que en ellos actúen grandes corporaciones cuyas necesidades de financiación solo pueden ser satisfechas mediante el recurso a los mercados de capitales y, por lo tanto, son sociedades cotizadas. Si a lo anterior añadimos que aquellos sectores económicos presentan una importancia estratégica para los distintos Estados comunitarios, llegamos a la conclusión de que la buena disposición de las autoridades que, en cada Estado, supervisan aquellos sectores resulta esencial para la viabilidad de las concentraciones transfronterizas de las grandes corporaciones cotizadas, del mismo modo que la oposición –explícita o implícita- de tales autoridades resulta letal.

La actuación del Estado italiano en la OPA formulada en 2005 por el BBVA sobre la Banca Nazionale del Lavoro o en la frustrada fusión entre ABERTIS y AUTOSTRADE o la del Estado español ante la OPA formulada en 2006 por E.ON sobre ENDESA –que se encuentra en tramitación- son muestras claras de esa doble y contradictoria personalidad.

Caso BBVA/BNL: El 29 de marzo de 2005, el Consejo de Administración del banco español Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) acordó formular una OPA por el 85% del capital social del banco italiano Banca Nazionale del Lavoro (BNL), del que ya poseía un 15%, para alcanzar el 100%. La OPA se formuló mediante canje de acciones porque el BBVA ofreció en contraprestación de las acciones de BNL acciones propias de nueva emisión y, para ello, la Junta general de accionistas del BBVA de 14 de junio de 2005 acordó aumentar el capital en cuantía suficiente para ofrecer aquella contraprestación mediante emisión de nuevas acciones con el contravalor de aportaciones no dinerarias y exclusión del derecho de suscripción preferente. El periodo de OPA se abrió el 20 de junio de 2005 y, el 25 de julio de 2005, el BBVA constató que había aceptado su oferta únicamente un 0,048% del capital social de BNL, por lo que no se perfeccionó la misma. El fracaso de esta OPA estuvo directamente relacionado con la oposición manifestada por el Banco de Italia y la hostilidad de un grupo de accionistas de BNL agrupados en torno a Unipol. La Comisión Europea abrió en 2005, por este y otros casos análogos, un expediente contra Italia sobre la supervisión prudencial de la adquisición de participaciones en bancos domésticos por otros bancos de Estados comunitarios que cerró en enero de 2007.

Caso ABERTIS/AUTOSTRADE: El 23 de abril de 2006, los Consejos de Administración de la SA cotizada española Abertis Infraestructuras y de la S.p.A. cotizada italiana Autostrade aprobaron el proyecto común de fusión por el que la primera absorbía a la segunda. Dicho proyecto fue aprobado por las Juntas generales de accionistas de ambas compañías reunidas el 30 de junio de 2006. El 22 de septiembre de 2006 la Comisión Europea declaró la compatibilidad de dicha fusión con el mercado común. El 13 de diciembre de 2006 los Consejos de las dos compañías emitieron un comunicado conjunto en el que anunciaban la imposibilidad de seguir con la operación debido a la falta de autorización por la autoridad competente de Italia y la modificación de la normativa italiana sobre concesionarios de autopistas. En enero de 2007 la Comisión Europea inició un procedimiento por eventual

violación del art.21 del Reglamento nº.139/2004, de concentraciones. La frustración -provisional- de esta operación está directamente relacionada con la oposición de las autoridades italianas.

Caso E.ON/ENDESA: El 16 de noviembre de 2006 la compañía alemana E.ON formuló, a través de una filial, una OPA sobre el 100% del capital de la compañía eléctrica española Endesa, competidora de la que tenía previamente presentada la empresa española Gas Natural. E.ON mejoró el precio de su OPA el 2 de febrero de 2007, mientras que Gas Natural se retiró. En enero de 2007, la Comisión Europea requirió a España para que explique porqué no ha respetado las decisiones de la misma Comisión que exigía la retirada de algunas condiciones impuestas, en julio de 2006, por la Comisión Nacional de la Energía (usando nuevas competencias conferidas por el Real Decreto-Ley4/2006) y otras impuestas, en noviembre de 2006, por decisión ministerial.

#### **IV. EL CONTEXTO NORMATIVO: EL MARCO REGULADOR DE LAS CONCENTRACIONES TRANSFRONTERIZAS DE SOCIEDADES COTIZADAS EN LA UNIÓN EUROPEA.**

##### **1. La estructura de la regulación: criterios de ordenación.**

La estructura de la regulación de las concentraciones citadas obliga a tener en cuenta dos criterios de ordenación:

##### ***1.1. El criterio funcional que atiende al tipo de operación de concentración transfronteriza.***

En primer lugar, un criterio funcional que, atendiendo a las operaciones en sí, permite comprobar que las concentraciones intracomunitarias de sociedades de capital cotizadas se regulan, en el Derecho comunitario, en dos fases:

- Una primera fase regulatoria común a los dos procedimientos de concentración indicados, mediante el régimen comunitario de control público de las concentraciones de empresas contenido en el Reglamento nº.139/2004.

- Una segunda fase específica para cada uno de aquellos procedimientos. Por ello, esta segunda fase, a su vez, se bifurca en dos ramas:

-- Por una parte, las concentraciones que siguen el método de la fusión y concluyen con la unificación de las personalidades de las sociedades partícipes en la sociedad absorbente o en una nueva sociedad, que puede ser una SE (Reglamento nº.2157/2001) o una sociedad doméstica (Directiva 2005/56/CE).

-- Por otra parte, las concentraciones que siguen el método de adquisición de participaciones y conducen al mantenimiento de las personalidades diferenciadas de sociedades vinculadas por relaciones de subordinación y control. Cuando estas últimas adquisiciones recaen en sociedades cotizadas

y comportan un cambio de control, se aplica el régimen de las OPAs (Directiva 2004/25/CE).

Dado que cada una de las normativas señaladas responde a propósitos diversos, coexisten sin contradecirse<sup>2</sup>.

### ***1.2. El criterio subjetivo que atiende al tipo de entidades implicadas en la operación de concentración transfronteriza.***

En segundo lugar, un criterio subjetivo que, atendiendo a las entidades que intervienen, permite apreciar, en el caso de las concentraciones transfronterizas de sociedades cotizadas en el ámbito financiero, tres planos regulatorios que se integran sucesivamente: en primer lugar, la regulación general de las concentraciones de sociedades de capital, contenida en las disposiciones comunitarias antes indicadas; en segundo lugar, la de las sociedades cotizadas, en la que habrá que tener en cuenta la Directiva 2001/34/CE, de 28 de mayo de 2001, sobre la admisión de valores negociables a cotización oficial y la información que ha de publicarse sobre dichos valores, modificada por la Directiva 2003/71/CE, de 4 de noviembre de 2003, sobre el folleto que debe publicarse en caso de oferta pública o admisión a cotización de valores; y, en tercer lugar, la de las sociedades que actúan como intermediarios financieros. Respecto de éstas últimas, habrá que tener en cuenta los condicionamientos específicos que, en el caso de concentración transfronteriza, derivan de sus normativas sectoriales y así: en el caso de las entidades de crédito, habrá que tener en cuenta la Directiva 2006/48/CE, de 14 de junio de 2006; en el caso de empresas de inversión, la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004, reformada por la Directiva 2006/31/CE; y, en el caso de las compañías de seguros, la Directiva 92/49/CEE, modificada por las Directivas 95/26/CEE y 2000/64/CE, si se trata de seguros de no vida o daños y la Directiva 92/96/CEE, modificada por las Directivas 95/26/CEE y 2000/64/CE, si se trata de seguros de vida. Para integrar las disposiciones de cada uno de los planos citados, hay que inducir las disposiciones que en las distintas normativas sectoriales afectan a las concentraciones transfronterizas. Al responder cada una de las tres regulaciones a finalidades propias, coexisten sin contradecirse<sup>3</sup>.

## **2. Las relaciones entre las tres regulaciones –competitiva, societaria y mobiliaria- citadas: distinción e interconexión de las mismas.**

Las tres regulaciones de las concentraciones intracomunitarias de sociedades de capital cotizadas que hemos identificado anteriormente coexisten como conjuntos normativos diversos e interconectados. En efecto:

---

<sup>2</sup> Un buen ejemplo de ello es el considerando (9) de la Directiva 2005/56/CE cuando dice que *“la presente Directiva no prejuzga la aplicación de la legislación sobre el control de las concentraciones entre empresas, tanto a la escala comunitaria, Reglamento (CE) nº.139/2004 como a la de los Estados miembros”*.

<sup>3</sup> Un buen ejemplo de ello es el considerando (10) de la Directiva 2005/56/CE cuando dice que *“la presente Directiva no afecta a la legislación comunitaria aplicable a los intermediarios de crédito y otras empresas financieras ni a las normas nacionales establecidas o introducidas de conformidad con dicha legislación comunitaria”*.

### ***2.1. Distinción de las regulaciones.***

Decimos que son conjuntos normativos diversos porque persiguen diferentes finalidades de política legislativa que se complementan en aras de la mayor eficiencia y competitividad de las sociedades de capitales europeas. Así, la regulación de control de las concentraciones de empresas busca defender la competencia y, para ello, emplea categorías básicas de carácter económico (v.g. la empresa). La regulación de las fusiones persigue la seguridad jurídica y la transparencia del proceso para proteger a los socios, a los acreedores y a los trabajadores de las sociedades implicadas. La regulación de las OPAs busca proteger a los socios minoritarios de las sociedades cotizadas cuando cambio el control a resultas de la adquisición de un determinado porcentaje de acciones.

Aun cuando las finalidades señaladas son comunes a las operaciones domésticas y transfronterizas, adquieren características especiales cuando de estas últimas se trata. Así, por ejemplo, la finalidad de proteger a los socios disidentes en las fusiones transfronterizas conduce a reconocerles un derecho de separación que en las fusiones internas no se les atribuye. También la finalidad de proteger a los socios de la sociedad afectada en las OPAs transfronterizas impone una bipartición de su régimen que no resulta precisa en las OPAs domésticas, sujetas a una sola regulación nacional.

### ***2.2. Interconexión de las regulaciones.***

Decimos que aquellos conjuntos de normas jurídicas están interconectados porque comparten relaciones de causalidad que obligan a establecer normas de coordinación cuyo mejor ejemplo es la excepción al principio general de suspensión de las operaciones de concentración de empresas de dimensión comunitaria cuando aquellas se realicen mediante ofertas públicas de adquisición o transacciones sobre títulos prevista en el apartado 2 del art.7 del Reglamento (CE) nº.139/2004, del Consejo. El mantenimiento de la validez de las transacciones sobre los valores admitidos a negociación en un mercado regulado, aun cuando la Comisión declare que la concentración es incompatible con el mercado común, en los términos del apartado 4 del precepto señalado, es una muestra paradigmática de jerarquización de valores jurídico-regulatorios para que coexista la defensa de la competencia con la seguridad de las transacciones en los mercados secundarios de valores.

## **3. Las relaciones entre las concentraciones, las fusiones y las OPAs transfronterizas.**

En base a las regulaciones comunitarias señaladas podemos identificar tres tipos de relaciones entre los tres procedimientos mencionados:

a) Las concentraciones y las fusiones transfronterizas mantienen una relación de causalidad imperfecta tanto porque una concentración de dimensión comunitaria pueda alcanzarse mediante una fusión transfronteriza o doméstica como porque una fusión transfronteriza puede dar lugar a una concentración de dimensión comunitaria, nacional o incluso irrelevante a efectos del mercado común.

b) Las concentraciones y las OPAs transfronterizas mantienen también una relación de causalidad imperfecta porque éstas últimas pueden dar lugar a concentraciones de dimensión comunitaria, nacional o irrelevantes.

c) Las fusiones y las OPAs transfronterizas se relacionan porque las primeras pueden dar lugar a adquisiciones indirectas de control sobre sociedades cotizadas que obliguen a formular las segundas.

## **V. MÉTODOS ALTERNATIVOS DE CONCENTRACIÓN TRANSFRONTERIZA DE SOCIEDADES COTIZADAS.**

### **1. La opción entre los dos métodos típicos de concentración: la fusión y la OPA.**

Dos o más sociedades cotizadas y domiciliadas en distintos Estados comunitarios que pretendan concentrar sus medios personales y patrimoniales pueden optar entre dos medios típicos de concentración transfronteriza. La opción por la fusión de sociedades o por la adquisición del control de una sociedad cotizada mediante una OPA –en tanto que son métodos alternativos para alcanzar las concentraciones de sociedades de capital cotizadas- depende, básicamente y con carácter general, de dos factores:

- Un primer factor objetivo, cual es el grado de concentración o de dispersión del accionariado de las sociedades implicadas; de modo tal que, tradicionalmente, en Estados comunitarios con sociedades de capital disperso, predomina el método de la OPA (v.g. Reino Unido), mientras que, en Estados comunitarios con sociedades de capital concentrado, predomina el método de la fusión (v.g. España).

- Un segundo factor subjetivo, cual es el grado de consenso o disenso de los administradores de sociedades cotizadas (que debería derivar de la consideración de los respectivos intereses sociales, aun cuando, en ocasiones, obedece a los particulares intereses de los administradores implicados); de forma tal que, cuando hay consenso, cabe acudir a la fusión o a una OPA amistosa mientras que, si hay disenso, no queda más camino que la OPA hostil.

Cuando estamos ante concentraciones transfronterizas intracomunitarias de sociedades cotizadas, los dos criterios generales determinantes de la opción por la fusión o la OPA señalados en la conclusión precedente, siendo válidos, experimentan algunas matizaciones relevantes. Así:

- En cuanto al criterio objetivo, la eventual asimetría entre los de los niveles de dispersión o concentración de la propiedad del capital de las sociedades cotizadas en sus respectivos mercados puede restar importancia al mismo.

- En cuanto al criterio subjetivo, hemos visto que la transnacionalidad puede dificultar el consenso y que, en situaciones de disenso (por ejemplo, ante OPAs hostiles de sociedades extranjeras), los administradores de las

sociedades afectadas han acudido a argumentos xenófobos o sus Gobiernos a teorías nacionalistas.

## **2. La opción entre los métodos típicos de concentración y los métodos alternativos.**

La falta de una regulación típica eficiente de las fusiones intracomunitarias ha llevado a canalizar las estrategias de concentración internacional de sociedades cotizadas en el ámbito de la Unión Europea mediante intercambios de acciones con efectos económicos equivalentes a las absorciones o a través de sucedáneos como, por ejemplo, contratos de cooperación de sociedades matrices que conducen a la constitución de un entramado de filiales comunes. Entre los métodos alternativos a los tipificados de fusión u OPA, las sociedades cotizadas europeas han hecho uso de otros sistemas intermedios de concentración que presentan caracteres mixtos en cuanto a su procedimiento y efectos.

De entre estos métodos y en cuanto a las sociedades cotizadas españolas se refiere, procede destacar el “scheme of arrangement” tipificado en la Ley de Sociedades inglesa que ha servido para que el Banco Santander Central Hispano haya tomado el control del Abey Nacional Bank y que esta sirviendo para que Iberdrola este tomando el control de Scottish Power.

Este método de concentración transfronteriza de sociedades puede calificarse de “mixto” porque, siendo diverso a los dos métodos típicos de la fusión y de la OPA, presenta rasgos propios de ambos. En efecto:

- En cuanto a la personalidad jurídica de las sociedades implicadas en las operaciones de concentración, este “scheme of arrangement” mantiene la existencia separada de dos personas jurídicas distintas, de forma similar a lo que resultaría de una OPA y de forma diversa a la unificación propia de una fusión por absorción que daría como resultado una sola persona jurídica que sería el BSCH como sociedad absorbente.

- En cuanto al procedimiento seguido, este “scheme of arrangement” sigue la vía orgánica y aristocrática semejante a las fusiones que se inicia con el acuerdo de los administradores de las sociedades implicadas y culmina con los acuerdos de sus juntas generales de accionistas; a diferencia del método directamente plebiscitario propio de las OPAs. Por lo tanto, deberán cumplirse los requisitos generales y específicos de información, convocatoria, constitución y representación de los accionistas en aquellas juntas.

- En cuanto se refiere al patrimonio de las sociedades implicadas, el “scheme of arrangement” mantiene la existencia separada de los patrimonios de las sociedades implicadas, sin sucesión universal de relaciones jurídicas, de forma semejante al resultado de una OPA y de forma diversa a la unificación patrimonial que resultaría de una fusión por absorción en la que las compañías británicas, como sociedades absorbidas, sufrirían un proceso de disolución sin liquidación y una sucesión a título universal de las sociedades españolas en los derechos y obligaciones de las compañías británicas.

- En cuanto a la posición –presente o futura- de los accionistas de las compañías británicas, estos se convertirán en accionistas de las españolas conforme a la relación de canje prevista y previa amortización de sus acciones recibiendo en contraprestación las acciones de BSCH resultantes de la ampliación de capital que debe realizar este último. En este aspecto es donde el “scheme of arrangement” se diferencia de una OPA que podría tener como contraprestación dinero o valores, que podrían consistir en acciones viejas de las sociedades españolas o de nueva emisión y que, en este último caso, conduciría a un canje de acciones de las compañías británicas por acciones de las españolas, sin previa amortización de las primeras.

- Por último, si nos fijamos en la posición de las sociedades españolas, el “scheme of arrangement” le ha atribuido (en el caso del BSCH) o le conferirá (a Iberdrola) la condición de socio único de las compañías británicas, a diferencia de lo que resultaría de una fusión por absorción en la que ocuparía la posición de sociedad absorbente, única superviviente de la concentración y a diferencia también del resultado previsible de una OPA que no le atribuiría, previsiblemente, la condición de titular del 100% del capital social de Abbey.

Conviene acabar recordando que estos métodos alternativos a los tradicionales (fusión u OPA) pueden convertirse en métodos “mutantes” si las autoridades supervisoras de los mercados de valores de referencia consideran que inciden en los supuestos de hecho que obligan a formular una OPA.

Caso BSCH/ABBEY: El 26 de julio de 2004, los Consejos de Administración del banco español Santander Central Hispano (BSCH) y del banco británico Abbey National Bank aprobaron la relación de canje de las acciones del banco británico por las del banco español que servía de base para la toma de control o absorción sustancial del primero por parte del segundo. La estructura jurídica de la operación se basó en el “scheme of arrangement” regulado en los arts.425 y ss. de la Companies Act de 1985. Conforme a este procedimiento, el banco británico celebró 2 juntas generales el 14 de octubre de 2004: la junta judicial que aprobó la relación de canje propuesta por los administradores y la junta extraordinaria que, a continuación, acordó la amortización de su capital social y la simultánea reconstrucción del mismo mediante acciones que se entregaron al banco español. Este, a su vez, celebró una junta general de accionistas que acordó aumentar el capital social mediante la emisión de nuevas acciones en cuantía suficiente para entregarlas en canje a los accionistas del banco británico.

Caso IBERDROLA/SCOTTISH POWER: El 27 de noviembre de 2006, los Consejos de Administración de la compañía eléctrica española Iberdrola y de la británica Scottish Power acordaron la integración de ambas compañías mediante la adquisición por la española de todas las acciones emitidas por la británica. En concreto, Iberdrola adquirirá el 52,3% de las acciones ordinarias de la británica mediante el pago en efectivo o la entrega de obligaciones, o una combinación de ambas, mientras el 47,7% restante lo adquirirá mediante la entrega de acciones ordinarias de Iberdrola de nueva emisión. Dado que, también en este caso, la operación en curso se basa en la estructura jurídica del “scheme of arrangement” regulado en los arts.425 y ss. de la Companies Act de 1985, la compañía británica celebrará, el 30 de marzo de 2007, dos

juntas de accionistas: la judicial, que deberá aprobar la operación por una mayoría del 75% del capital social y la extraordinaria, que deberá aprobar la reducción de capital, la amortización de acciones y el resto de puntos necesarios para la ejecución de la operación. Por su parte, Iberdrola tiene convocada, para el próximo 29 de marzo, una junta general de accionistas en cuyo orden del día figuran varios puntos relativos a la operación de absorción efectiva de la eléctrica británica, tales como el aumento de capital mediante la emisión de nuevas acciones que se entregarán en canje a los accionistas de la compañía británica o la emisión de obligaciones simples en la cuantía necesaria.

## **VI. LAS FUSIONES TRANSFRONTERIZAS DE SOCIEDADES DE CAPITAL COTIZADAS.**

### **1. Régimen.**

#### ***1.1. Regulaciones comunitarias de las dos formas típicas de fusión transfronteriza de sociedades de capital cotizadas: la fusión constitutiva de una SE y la fusión constitutiva o modificadora de una sociedad doméstica.***

Las sociedades cotizadas domiciliadas en diversos Estados miembros de la Unión Europea pueden fusionarse mediante dos procedimientos tipificados en el Derecho comunitario:

- Primero, la fusión constitutiva de una SE conforme a lo previsto en la Sección 2 del Título II del Reglamento (CE) nº 2157/2001 del Consejo, de 8 de octubre de 2001, por el que se aprueba el Estatuto de la Sociedad Anónima Europea (SE)<sup>4</sup>. Esta fusión puede implicar a sociedades cotizadas bien como partícipes o bien a la SE resultante.

- Segundo, la fusión que da como resultado la creación de una nueva sociedad doméstica o el crecimiento patrimonial de una sociedad doméstica preexistente; conforme a lo previsto en la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital. En ambos casos, pueden estar implicadas sociedades cotizadas como partícipes o como resultantes.

- En los dos casos precedentes, si bien la adquisición de la condición de sociedad cotizada por la SE resultante de la fusión o por la nueva sociedad será, lógica y cronológicamente, posterior a su constitución a resultas de la fusión; en la práctica puede hacerse coincidir en un mismo momento ideal.

#### ***1.2. Comparación entre las dos formas de fusión transfronteriza de sociedades de capital cotizadas: diferencias y semejanzas.***

Las dos formas de fusión señaladas se diferencian en las normas que las regulan, tanto en lo que se refiere al tipo de disposición comunitaria como a

---

<sup>4</sup> En adelante, citado como RESE.

su grado de incorporación a los Derechos nacionales; en sus puntos de partida, porque mientras el primer procedimiento es apto únicamente para las sociedades anónimas, el segundo puede ser utilizado por todo tipo de sociedades de capital; y en sus puntos de llegada, porque mientras el primer procedimiento desemboca en una SE de estatuto supraestatal, el segundo lo hace en una sociedad -nueva o absorbente- doméstica.

Sin perjuicio de lo anterior, las dos formas señaladas se asemejan en sus procedimientos y efectos. Así, ambos procedimientos se inspiran en los principios de transparencia y protección de los trabajadores, socios y acreedores de las sociedades implicadas y se desarrollan en tres fases: preparatoria, decisoria y ejecutiva. También comparten los efectos configuradores de las fusiones en general en cuanto a la extinción sin liquidación de todas o alguna de las sociedades implicadas, la transmisión de su patrimonio y la integración de sus socios.

Por último, el uso de las legislaciones nacionales como Derecho supletorio en ambos casos condiciona, en gran medida, la eficacia de tales procedimientos a la compatibilidad tipológica de aquellas legislaciones nacionales.

### ***1.3. La Directiva 2005/56/CE: antecedentes y características.***

Si nos centramos en las fusiones transfronterizas que dan como resultado sociedades cotizadas domésticas, reguladas por la Directiva 2005/56/CE, debemos recordar que ésta es fruto de un proceso normativo que comenzó con una Propuesta de 1985 que partía de las constantes remisiones a la Tercera Directiva de sociedades sobre fusiones y se bloqueó por la falta de armonización de los sistemas de administración y, en particular, de la participación de los trabajadores. Por ello, la obtención de compromisos comunitarios en ambos extremos por el RESE de 2001 y por la Directiva 2001/86/CE posibilitó una nueva Propuesta de 2003 que finalmente se ha convertido en Directiva.

Esta Directiva 2005/56/CE se caracteriza, desde el punto de vista normativo, por su expreso propósito de coexistencia tanto con el Reglamento comunitario de concentraciones de 2004 como con la normativa específica sobre intermediarios de crédito y otras empresas financieras; y, desde el punto de vista funcional, por su vocación de servir de instrumento de concentración transfronteriza intracomunitaria de amplio espectro que sirva a las sociedades anónimas, limitadas y cooperativas, salvo exclusión de los Estados miembros, en este último caso.

Caso Grupo Roland: En el año 2004 se desarrolló un proceso de fusión transfronteriza intracomunitaria de especial interés por su heterogeneidad porque implicó a sociedades españolas y portuguesas de distinto tipo y estructura personal. En efecto, la compañía limitada española Roland Iberia, S.L.U. absorbió a la también española Roland Electronics de España S.A y a la portuguesa Tecnologías Música e Audio - Roland Portugal, S.A. La heterogeneidad indicada se reflejó, por un lado, en los diversos tipos de acuerdos aprobatorios porque, mientras el socio único de la S.L. española adoptó la decisión de aprobación de la fusión el 29 de junio de 2004, la junta general de la S.A. portuguesa aprobó la fusión el 16 de agosto de 2004; y,

por otro lado, en el canje asimétrico de acciones de la S.A. portuguesa absorbida por participaciones de la S.L. española absorbente.

Un análisis crítico de la Directiva 2005/56/CE permite vaticinar que la gran cantidad de remisiones –genéricas, como Derechos supletorios, y específicas, en aspectos relevantes tales como la protección de socios minoritarios y acreedores- que la Directiva hace a las leyes nacionales; unida al grado insuficiente de unificación o armonización de éstas últimas en aspectos vitales para la viabilidad de las fusiones transfronterizas (tipos de sociedades que pueden fusionarse, derecho de separación de los socios disidentes, etc.); mantenga un grado inaceptable de resistencias técnico-jurídicas a las fusiones transfronterizas intracomunitarias y, en definitiva, siga condicionándolas a la compatibilidad de las leyes nacionales implicadas en cada caso.

## **2. Noción.**

Estaremos ante una fusión transfronteriza intracomunitaria de sociedades cotizadas cuando dos o más sociedades constituidas y domiciliadas en diversos Estados miembros de la UE y cuyas acciones se negocien en uno o varios mercados regulados de valores sitos en la UE se fusionen por absorción o creación de una nueva sociedad, siempre que sean tipos sociales con derecho a fusionarse con arreglo a su legislación nacional.

## **3. Clases.**

Partiendo de la compatibilidad general de las formas de fusión previstas en la Directiva 2005/56/CE con las leyes nacionales, dos o más sociedades cotizadas podrán realizar una fusión transfronteriza intracomunitaria por absorción o creación de una nueva sociedad.

El examen de las operaciones de fusión transfronteriza intracomunitaria realizadas en los últimos años, en las que han intervenido sociedades españolas, muestran que la absorción es el método de fusión elegido, como sucedió en el caso de la absorción de Sarrió, S.A. por Reno de Medici, S.p.A. en 1999 y en la frustrada absorción de Autostrade, S.p.A. por Abertis Infraestructuras, S.A. en 2006.

## **4. Procedimiento.**

### ***4.1. Especialidades de las fusiones transfronterizas de sociedades cotizadas en las tres fases de su procedimiento.***

La fusión transfronteriza sigue las tres fases típicas del procedimiento común de las fusiones armonizado por la Tercera Directiva de Sociedades, esto es:

- Una fase preparatoria, centrada en el proyecto de fusión. Si estamos ante una fusión transfronteriza de sociedades cotizadas, es importante tener presente que el primer acto formal de redacción del proyecto común de fusión ha debido venir precedido por negociaciones entre los gestores de las sociedades implicadas, generalmente apoyados en estudios de viabilidad de la fusión encomendados a entidades especializadas tales como bancos de

inversión, empresas de inversión, consultoras, etc. y reflejados con frecuencia en “protocolos de fusión” a los que el Derecho comunitario vigente no se refiere, quizás por entender que carecen de carácter vinculante, en términos estrictamente societarios, tanto para los administradores como para las sociedades, sin perjuicio de las responsabilidades extracontractuales que puedan derivarse, conforme al art.1902 de nuestro Código Civil, en los casos de ruptura de mala fe de aquellos “tratos preliminares”. Lo cierto es que tales negociaciones resultan relevantes cuando de sociedades cotizadas se trata puesto que, entonces, entran en juego las normas de conducta que exigen silencio absoluto durante el proceso de gestación (art.83 bis LMV) y transparencia máxima en cuanto el acuerdo, formal o informal, se logra (art.82 LMV). A este respecto, conviene destacar que el Derecho del mercado de valores resulta, por una parte, más flexible; y, por otra, más exigente que el Derecho de sociedades a la hora de requerir la transparencia de los acuerdos logrados. El carácter transfronterizo de la fusión resulta relevante a estos efectos tanto por la diversa aproximación de los Derechos de los Estados comunitarios a la materia de la responsabilidad extracontractual derivada de la ruptura de mala fe de los tratos preliminares, de creación fundamentalmente jurisprudencial en muchos de ellos; como por la necesaria coordinación y sincronía de los anuncios de hechos relevantes en los respectivos mercados de valores donde coticen las acciones de las sociedades implicadas, habida cuenta de la interconexión informativa y de la negociación simultánea que puede darse en ciertos casos.

- Una fase decisoria, centrada en los acuerdos de las juntas generales de las sociedades implicadas.

- Una fase ejecutiva, que exige la coordinación de las autoridades nacionales encargadas de aplicar los controles de legalidad y culmina con la inscripción registral de la nueva sociedad o de la modificación estatutaria de la sociedad absorbente y de la extinción de la absorbida. En cuanto a las fusiones transfronterizas se refiere, debe tenerse en cuenta la doctrina sentada por la Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala) de 13 de diciembre de 2005 en el asunto C-411/03 en el procedimiento incoado por SEVIC Systems AG cuyo fallo declara en el sentido de que los artículos 43 y 48 del TCE se oponen a que, en un Estado miembro, la inscripción en el Registro Mercantil Nacional de la fusión por disolución sin liquidación de una sociedad y por transmisión universal de su patrimonio a otra sociedad se deniegue de manera general cuando una de las dos sociedades tenga su domicilio social en otro Estado miembro, mientras que una inscripción de ese tipo es posible, respetando ciertos requisitos, cuando las dos sociedades que participan en la fusión tienen su domicilio social en el territorio del primer Estado miembro. Esta misma Sentencia –dictada antes de promulgarse la Directiva 2005/56/CE– establecía que, si bien es cierto que la existencia de normas armonizadoras era conveniente para facilitar las fusiones transfronterizas, su ausencia no podía condicionar la aplicación efectiva de los preceptos del Tratado sobre libertad de establecimiento de sociedades.

Si la fusión transfronteriza tiene como protagonistas a sociedades cotizadas, se impone además una sincronía y una simetría entre dos procesos paralelos, a saber: el proceso societario que hemos descrito y el que se debe

desarrollar paralelamente en el mercado de valores mediante la publicación de hechos relevantes y las admisiones, suspensiones y exclusiones de negociación de las acciones afectadas en los mercados regulados que resulten pertinentes. En particular, aquella sincronía resulta necesaria para evitar que se puedan generar flujos de información privilegiada por arbitrajes entre mercados.

Caso SARRIO/RENO DI MEDICIS: Este caso constituye un ejemplo excelente de la necesaria sincronía y simetría con que deben desarrollarse los procesos de fusión transfronteriza de sociedades cotizadas, debiéndose advertir, además, de que se desarrolló en 1998, mucho antes de la promulgación de la Directiva de 2005. El 26 y 27 de marzo de 1998, los Consejos de Administración de la compañía cotizada italiana Reno Di Medicis, S.p.A. y de la sociedad cotizada española Sarrió S.A. aprobaron el proyecto común de fusión por el que la primera absorbería a la segunda. Las Juntas generales de ambas compañías aprobaron la fusión los días 29 y 30 de junio de 1998 y la fusión tuvo efectos el 1 de diciembre de 1998. Además de la coordinación de los procesos societarios y ante los mercados de valores respectivos, tuvo especial interés la polémica que se suscitó entre la S.A. española absorbida y el Registrador Mercantil competente acerca del necesario reconocimiento de un derecho de separación a favor de los accionistas disidentes de la primera. La inicial oposición de la compañía a reconocer aquel derecho acabó por rectificarse pagando el valor de reembolso correspondiente el 9 de octubre de 1998.

Por último, si las sociedades cotizadas implicadas en la fusión transfronteriza desarrollan, además, una actividad de intermediación financiera (por ejemplo, al ser entidades de crédito); el procedimiento debe tener en cuenta las autorizaciones que deben obtenerse de las respectivas autoridades nacionales de supervisión de los mercados financieros regulados.

Caso BESSA: La absorción actualmente en fase de ejecución del banco español Banco Espirito Santo, S.A.U. por su matriz portuguesa, Banco Espirito Santo, S.A. constituye un ejemplo interesante del condicionamiento de estas operaciones a las autorizaciones de las autoridades de supervisión bancarias y también de uso de la absorción para transformar una filial en sucursal porque en el proyecto de fusión de 25 de julio de 2006 y en el acuerdo de fusión, aprobado el 20 de diciembre de 2006 consta que el entero patrimonio del banco español absorbido se afectará a la nueva sucursal en España del banco portugués absorbente.

#### ***4.2. Especialidades de las fusiones transfronterizas de sociedades cotizadas en la protección de los socios disidentes, de los acreedores y de los trabajadores.***

Aquel carácter transfronterizo también requiere garantías suplementarias en cuanto a la protección de tres colectivos de sujetos especialmente afectados, como son los socios minoritarios disidentes, los acreedores y los trabajadores. Es por ello por lo que la Directiva 2005/56/CE es particularmente cuidadosa en cuanto se refiere a la protección de los derechos de los colectivos señalados que pueden resultar perjudicados a resultas de una fusión transfronteriza. El sistema de protección que se

establece se basa en los principios de transparencia de los mecanismos de protección y respeto de las facultades de los Estados miembros para establecerlos. En efecto:

- El principio de transparencia de los mecanismos de protección se refleja en el proyecto común de fusión (en el que deberán constar las condiciones de implicación de los trabajadores, art.5.j), en el anuncio que debe publicarse en los boletines oficiales de los Estados de procedencia de las sociedades implicadas (en el que deberá constar una indicación de las condiciones de ejercicio de los derechos de los acreedores y socios minoritarios, art.6.2.c) y en el informe de los órganos de dirección o administración de las sociedades implicadas (que deben explicar las implicaciones de la fusión para los socios, los acreedores y los trabajadores, art.7).

- El principio de respeto a los Derechos nacionales se refleja en el art.4.2 cuando señala que las disposiciones nacionales que debe seguir cada sociedad que participe en una fusión transfronteriza incluirán, entre otros aspectos, los relativos a la protección de los acreedores, de los obligacionistas y de los trabajadores y añade que los Estados miembros podrán adoptar, en estos casos, disposiciones encaminadas a garantizar una protección adecuada a los socios minoritarios que se hayan pronunciado en contra de la fusión transfronteriza. En concreto, como antes señalamos, el apartado c del art.6 de la Directiva 2005/56/CE dispone que la publicación preventiva de la fusión transfronteriza debe extenderse, entre otras indicaciones, a una indicación, para cada una de las sociedades que se fusionen, de las condiciones de ejercicio de los derechos de los acreedores y, cuando proceda, de los socios minoritarios de las sociedades que se fusionen, así como la dirección donde pueda obtenerse, sin gastos, una información exhaustiva sobre dichas condiciones. Las condiciones sustanciales de tal protección se determinaran, en cada caso, por las legislaciones nacionales aplicables a las diversas sociedades intervinientes, en virtud de la remisión expresa que a ellas hace el art.4.2 de la Directiva 2005/56/CE. Ello implica una fragmentación del régimen y una potencial desigualdad inicial entre los acreedores y los socios minoritarios de aquellas sociedades. Si bien tal desigualdad se moverá en el margen de armonización que marca la Tercera Directiva, cuando de sociedades anónimas se trate.

Entrando en los aspectos específicos de protección de los tres colectivos citados, cabe señalar:

- En primer lugar, los socios minoritarios de las sociedades implicadas, en particular, si se trata de sociedades absorbidas, verán protegida su situación con el reconocimiento de un derecho de separación que no se atribuye en las fusiones domésticas y que resulta polémico en cuanto a su justificación en un contexto comunitario armonizado. En todo caso y en relación con la incorporación de la Directiva 2005/56/CE a nuestro Ordenamiento, es previsible que el Estado español opte por reconocer aquel derecho de separación si tenemos en cuenta que el art.320 de la LSA, incluido en el capítulo XII de dicha Ley, dedicado a la Sociedad Anónima Europea, reconoce el derecho de separación a los accionistas de las sociedades españolas que voten en contra del acuerdo de una fusión que implique la constitución de una sociedad anónima europea domiciliada en otro Estado miembro, así

como a los accionistas de una sociedad española que sea absorbida por una sociedad anónima europea domiciliada en otro Estado miembro. Dicho derecho de separación se ejercerá conforme a lo dispuesto en el art.149 de la LSA para los casos de traslado del domicilio social al extranjero, supuesto que se remite a su vez al régimen del derecho de separación previsto en el art.147 de la misma LSA para los casos de sustitución de objeto social.

- En segundo lugar, los acreedores de las sociedades implicadas, también en particular si se trata de sociedades absorbidas, pueden verse afectados por el “paso de frontera”, en la exigibilidad efectiva de sus créditos si los que tenían contra una sociedad absorbida se transmiten a una absorbente ubicada en otro Estado.

- En tercer y último lugar, los trabajadores de las sociedades implicadas deben mantener su nivel de protección y participación en la nueva sociedad resultante de la fusión o en la absorbente, sin que la fusión transfronteriza pueda ser ocasión para reducir sus derechos. En este sentido, la existencia en la UE de distintos sistemas de participación o implicación de los trabajadores impone la remisión supletoria a las soluciones de consenso conseguidas en el RESE de 2001 y en la Directiva 2001/86/CE.

## **5. Efectos.**

Las fusiones transfronterizas producen, en principio, los mismos efectos – internos y externos- que las fusiones domésticas, tanto si siguen la forma de fusión por absorción como por creación de una nueva sociedad. Sin perjuicio de lo anterior, el carácter transfronterizo de estas fusiones provoca efectos especiales en distintos ámbitos: primero, en el ámbito interno, hemos visto como la conversión de los socios de la sociedad o sociedades absorbidas o extinguidas en socios de la sociedad absorbente o nueva puede verse alterada por el ejercicio del derecho de separación que se le reconoce en este tipo de fusiones y no en las domésticas. Segundo, en el ámbito externo, hemos visto como los acreedores de las sociedades implicadas pueden verse afectados, en la exigibilidad efectiva de sus créditos, por el “paso de frontera” cuando la sociedad absorbente o la nueva sociedad resultante de la fusión transfronteriza se domicilia en un Estado distinto del que servía de domicilio a su sociedad inicialmente deudora. Por último, la imposición, en determinados Estados miembros, de trámites especiales para que la transmisión de determinados bienes, derechos y obligaciones aportados por las sociedades que se fusionen sea oponible a terceros lleva a exigir que tales trámites se apliquen por la sociedad resultante de fusión transfronteriza.

## **VII. LAS OPAS TRANSFRONTERIZAS INTRACOMUNITARIAS.**

### **1. Régimen.**

#### ***1.1. La Directiva 2004/25/CE: antecedentes y características.***

En lo que se refiere a los antecedentes de esta Directiva, la contemplación de su “iter” legislativo permite constatar cómo, en general, desde la Propuesta

inicial de 1989 hasta su promulgación, se fue reduciendo la ambición en sus objetivos armonizadores hasta llegar a un texto de principios generales que, en los aspectos decisivos para implantar un verdadero mercado europeo de control societario (tales como la limitación de la actuación defensiva de los administradores de las sociedades afectadas o la neutralización de las barreras anti-OPA), reconoce un derecho de opción a los Estados miembros. Por el contrario, en cuanto se refiere a la ley aplicable a las OPAs transfronterizas, el examen de las sucesivas Propuestas de 1989, 1996, 2000 y 2002 pone de manifiesto un incremento de la precisión de los criterios utilizados.

En cuanto a sus características, debemos destacar, en lo que a este Estudio se refiere que, sin perjuicio de que el objetivo primario de la Directiva 2004/25/CE sea garantizar la igualdad de trato de los socios de las sociedades afectadas por un cambio de control; es lo cierto que dicha Directiva pretende satisfacer, específicamente, la necesidad de regular las adquisiciones y tomas de control de dimensiones transfronterizas ante la insuficiencia de las legislaciones nacionales para garantizar los objetivos de la actuación comunitaria en este tipo de operaciones. Por ello, aquella Directiva responde a los principios de subsidiariedad y proporcionalidad en la regulación de este tipo de OPAs.

En efecto, junto al objetivo primario de lograr la igualdad de trato, la Directiva persigue una finalidad derivada cual es la promoción de las OPAs como instrumento específico para facilitar un mercado europeo de control societario. El razonamiento clásico sobre el que se basa esta aproximación positiva a las OPAs puede resumirse del modo siguiente: si la existencia de un mercado de control societario resulta positiva para los intereses generales porque redundaría en una mayor eficiencia en la gestión de las sociedades cotizadas; y, si aquel mercado exige que exista una movilidad potencial de los gestores (en una especie de proceso “darwiniano” de selección de la especie); entonces, las OPAs en general y las hostiles en particular constituyen un instrumento idóneo para lograr la efectividad de aquel mercado de control. Si a lo anterior añadimos que se pretende implantar un mercado de control societario de ámbito europeo y que, en los distintos Estados comunitarios, se constata la existencia de una serie de barreras estructurales y funcionales para el éxito de las OPAs; llegamos a la conclusión de que la Directiva 2004/25/CE nace –además de para garantizar la igualdad de trato de los accionistas de las sociedades afectadas a la que antes hemos aludido– para establecer medidas de armonización destinadas a remover aquellas barreras típicas, particularmente cuando afectan a operaciones de concentración intracomunitarias. En este sentido y en cuanto a las OPAs transfronterizas se refiere, conviene recordar que una de las razones que han explicado la proliferación de leyes contrarias a las tomas de control en los EEUU ha sido, precisamente, el deseo de los Estados de impedir que las sociedades afectadas puedan abandonar el Estado respectivo como consecuencia del cambio de administradores y de la consiguiente posibilidad de que el nuevo equipo directivo traslade la sede de la sociedad, cierre fábricas, despida trabajadores, etc.

## ***1.2. La Ley aplicable a las OPAs transfronterizas intracomunitarias.***

La Directiva 2004/25/CE, en el apartado 2 de su art.4, ha seleccionado tres circunstancias para determinar los supuestos relevantes de OPAs transfronterizas intracomunitarias: el domicilio social de la sociedad afectada por la OPA, la radicación del mercado regulado en el que sus valores están admitidos a negociación y el momento en que dicha admisión se produjo. En estos casos, se produce una bipartición de leyes aplicables y de autoridades supervisoras:

Primero, en cuanto a los aspectos “mobiliarios” de las OPAs transfronterizas intracomunitarias -esto es, su procedimiento, abarcando tanto los aspectos sustanciales de contraprestación como los formales de transparencia- serán regulados por las normas del Estado miembro de la autoridad competente para supervisarlas. Dicho Estado se determina en las letras b) y c) del art.4.2 conforme a diversas situaciones que presentan como denominador común la referencia a los mercados regulados en los que se negocien los valores objeto de la OPA.

Segundo, en cuanto a los aspectos de información al personal de la sociedad afectada y los aspectos “societarios” de las OPAs transfronterizas intracomunitarias serán regulados por las normas del Estado miembro en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social y su cumplimiento será supervisado por la autoridad competente de dicho Estado.

## **2. Noción.**

Es preciso establecer dos nociones de OPAs transfronterizas intracomunitarias:

### ***2.1. Noción de OPA transfronteriza intracomunitaria en sentido genérico.***

En primer lugar, las OPAs transfronterizas intracomunitarias en sentido genérico que son todas aquellas que impliquen -como oferentes o sociedades afectadas- a sujetos sometidos a leyes nacionales de diferentes Estados comunitarios o que afecten -como objetos de adquisición o instrumentos de contraprestación- a valores negociados en mercados regulados ubicados en Estados comunitarios diversos. Las calificamos de OPAs transfronterizas intracomunitarias en sentido genérico porque los elementos de extranjería señalados no implican, necesariamente, un régimen multinacional ya que, en ocasiones, siguen el mismo camino que las OPAs domésticas. Por ejemplo, el hecho de que el oferente sea extranjero no altera ni el Derecho aplicable ni la autoridad supervisora de la OPA, que serán las correspondientes al Estado en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social y donde estén ubicados el mercado o los mercados regulados en los que se negocien sus valores.

El análisis de nuestro mercado de valores desde el año 1988, en el que se promulgó la Ley del Mercado de Valores, nos muestra ejemplos abundantes de OPAs formuladas por entidades extranjeras, actuando solas (como la formulada en 2000 por la compañía holandesa Koninklijke Ahold, N.V. sobre

acciones de la española Superdiplo, S.A.) o en compañía de otras (como la formulada en 2002 por un grupo de sociedades francesas liderado por Carrefour, S.A. sobre Centros Comerciales Carrefour). Estas OPAs transfronterizas en sentido genérico se sometieron plenamente al Derecho español. Esta sumisión de este tipo de OPAs al Derecho nacional propio de la sociedad afectada se produce incluso en aquellos casos en los que el oferente extranjero ofrece, además, en contraprestación, acciones pendientes de emisión que cotizarán en su mercado nacional de origen y en el de la sociedad afectada, como sucede con la OPA en curso de la española Europac, S.A. sobre la portuguesa Gescartao, S.G.P.S.

### ***2.2. Noción de OPA transfronteriza intracomunitaria en sentido específico.***

En segundo lugar, las OPAs transfronterizas intracomunitarias en sentido específico que son aquellas en las que se produce una distorsión entre el Estado comunitario en el que la sociedad afectada tiene su domicilio y el Estado o Estados comunitarios donde se ubican los mercados regulados en los que se negocian sus valores, que son objeto de la OPA. Las calificamos de OPAs transfronterizas intracomunitarias en sentido específico porque determinan la bipartición de leyes aplicables conforme al apartado 2 del art.4 de la Directiva en el sentido indicado en el epígrafe anterior.

### **3. Clases.**

Las OPAs transfronterizas pueden clasificarse atendiendo a varios criterios:

#### ***3.1. OPAs transfronterizas amistosas y hostiles.***

Así, en primer lugar, la posición de los administradores de las sociedades afectadas frente a las mismas permite distinguir entre OPAs transfronterizas amistosas y hostiles. Esta primera clasificación –que implica un planteamiento falso en si misma porque los verdaderos destinatarios de las OPAs son los accionistas de la sociedad afectada- muestra caracteres específicos en el caso de las OPAs transfronterizas porque el análisis de la práctica nacional e internacional muestra que los administradores que quieren oponerse a una OPA, con frecuencia recurren a argumentos nacionalistas para justificar dicha oposición. Además, esta clasificación es relevante porque, cuando existe consenso de los administradores, pueden resultar estratégicamente intercambiables los métodos de la fusión y de la OPA.

#### ***3.2. OPAs transfronterizas intracomunitarias y extracomunitarias.***

El segundo criterio de clasificación de las OPAs transfronterizas atiende a la nacionalidad de los sujetos u objetos implicados en las mismas, de modo tal que hablaremos de OPAs transfronterizas intracomunitarias cuando todos ellos se ubiquen en distintos Estados miembros de la UE o del Espacio Económico Europeo; mientras que hablaremos de OPAs transfronterizas extracomunitarias cuando estén implicados sujetos o mercados regulados domiciliados o ubicados fuera de aquel ámbito. La práctica de nuestro mercado de valores nos muestra ejemplos de implicación simultánea de

mercados de valores comunitarios y extracomunitarios cuando los valores cotizan en mercados europeos, a pesar de que tanto la entidad oferente como la afectada fueran españolas. Así sucedió en la OPA que formuló en 2003 el Grupo Inversor Hesperia S.A. sobre acciones de NH Hoteles, S.A. que cotizaban en el Mercado Continuo Español y en Euronext Amsterdam o en la OPA formulada, también en 2003, por Telefónica, S.A. sobre Terra, S.A. que cotizaban tanto en la Bolsa española como en el Nasdaq estadounidense.

Dentro de las OPAs transfronterizas intracomunitarias, la aplicación de los criterios del apartado 2 del art.4 de la Directiva 2004/25/CE permite distinguir las siguientes clases o supuestos: la OPA transfronteriza sobre valores admitidos a negociación en un solo mercado regulado ubicado en un Estado miembro distinto al del domicilio social de la sociedad afectada; la OPA transfronteriza sobre valores admitidos sucesivamente a negociación en varios mercados regulados ubicados en distintos Estados miembros; y, la OPA transfronteriza sobre valores admitidos simultáneamente a negociación en mercados regulados ubicados en varios Estados miembros.

### ***3.3. OPAs transfronterizas obligatorias y voluntarias.***

Por último, y atendiendo a su imperatividad, podemos distinguir las OPAs transfronterizas intracomunitarias obligatorias y voluntarias, estando ambas comprendidas en el ámbito de aplicación de la Directiva 2004/25/CE. En todo caso, debemos precisar que quedan al margen de la armonización las OPAs obligatorias con finalidades distintas a la toma de control realizadas por la propia sociedad afectada. Habrá que atender a las legislaciones de los distintos Estados miembros para determinar, en cada caso, cuáles son estas OPAs excluidas de la armonización. Por ejemplo, en nuestro Derecho vigente existen dos tipos de OPAs formuladas por la propia sociedad afectada: Las OPAs de exclusión de la negociación que se realizan por la propia sociedad afectada, cuando la CNMV se lo imponga como condición para la exclusión efectiva de sus valores de negociación conforme al art.34 de la LMV y al art.7 de RD 1197/1991; y las OPAs de reducción del capital social de las sociedades cotizadas mediante adquisición de acciones propias en los términos previstos en el art.170 de la LSA y en el art.9 del RD 1197/1991.

## **4. Procedimiento.**

En la regulación del procedimiento de las OPAs transfronterizas intracomunitarias que establece la Directiva 2004/25/CE deben distinguirse dos aspectos básicos regulados por leyes nacionales diversas, según indicamos en los epígrafes anteriores. Procede examinar separadamente la intensidad de la armonización impuesta en cada ámbito para verificar la viabilidad de las OPAs transfronterizas intracomunitarias.

### ***4.1. Grado de armonización de los aspectos societarios.***

En primer lugar, los aspectos societarios que se regirán por la Ley del Estado miembro en el que la sociedad tenga su domicilio social y serán supervisados por la correspondiente autoridad nacional. Se trata, fundamentalmente, de los tres aspectos siguientes:

- Primero, el porcentaje de derechos de voto que confiera el control de la sociedad afectada y actúe como umbral desencadenante de la obligación de formular una OPA así como las excepciones a dicha obligación. En este primer aspecto, la armonización resulta particularmente débil porque existe una remisión íntegra a las leyes nacionales de las sociedades afectadas.

- Segundo, las limitaciones a la capacidad del órgano de administración de la sociedad afectada de adoptar medidas que puedan frustrar una OPA. En este sentido, la armonización más intensa que se deriva de la obligación de obtener la autorización de la junta general para emprender dichas acciones defensivas, conforme al art.9 de la Directiva, se ve difuminada por la opción que reconoce a los Estados miembros el art.12 de la misma de no requerir a las sociedades domiciliadas en los mismos la aplicación de aquella obligación.

- Tercero, las medidas de neutralización de las barreras defensivas frente a las OPAs transfronterizas, bien consistan en restricciones a la transmisibilidad de los valores afectados o a los derechos de voto, en los términos previstos en el art.11 de la Directiva. También en este aspecto, la intensidad regulatoria se ve difuminada por la opción que reconoce a los Estados miembros el art.12 de la misma Directiva en el sentido de no aplicar las previsiones neutralizadoras de aquellas barreras.

En definitiva y en cuanto a las OPAs transfronterizas se refiere, es relevante destacar que la falta de armonización sustancial del porcentaje de derechos de voto que implique el cambio de control de una sociedad cotizada y la consiguiente obligación de formular una OPA y la facultad reconocida a los Estados miembros de no aplicar a las sociedades domiciliadas en los mismos las limitaciones a las actuaciones defensivas de los órganos de administración y la neutralización de las barreras defensivas hacen que, dentro del ámbito de la Unión Europea, puedan persistir diferencias esenciales de regulación que dificulten la realización de aquellas OPAs.

#### ***4.2. Grado de armonización de los aspectos mobiliarios o procedimentales.***

En segundo lugar, los aspectos procedimentales o mobiliarios de las OPAs transfronterizas que se regirán por las leyes del Estado miembro en que se ubique el mercado regulado de valores relevante, determinado según los criterios del apartado 2 del art.4 de la Directiva. Se trata, fundamentalmente, de los dos aspectos siguientes:

- Primero, las contraprestaciones y garantías de las OPAs. En esta materia, la armonización pasa por establecer una referencia al “precio equitativo” y prever la posibilidad de ofrecer como contraprestación, valores, efectivo o una combinación de ambos, sin perjuicio de que los Estados puedan prever que se ofrezca en todos los casos una contraprestación en efectivo y adoptar otros instrumentos para proteger los intereses de los accionistas afectados.

- Segundo, la transparencia sobre la oferta que debe entenderse en sentido amplio ya que abarca tanto las obligaciones de información del oferente sobre las características de su oferta mediante el folleto informativo, cuyo

contenido mínimo está armonizado por el art.6.3 de la Directiva; como las obligaciones de transparencia de la sociedad afectada, bien con carácter previo y general, informando al mercado sobre su estructura de capital, las restricciones a la transmisibilidad de sus valores, etc. en los términos del art.10 de la Directiva o bien con carácter específico respecto de la OPA en cuestión, mediante el dictamen motivado sobre la misma que debe elaborar su órgano de administración o dirección en los términos del art.9.5 de aquella Directiva.

En conclusión, y en cuanto a las OPAs transfronterizas se refiere, procede destacar que, a diferencia de la heterogeneidad potencial de las leyes nacionales que veíamos en los aspectos societarios; los procedimientos de las OPAs regulados en los distintos ordenamientos nacionales serán homogéneos, facilitando la realización de aquel tipo de OPAs.

## **5. Efectos.**

En el caso de que la OPA transfronteriza intracomunitaria tenga éxito y el adquirente obtenga el control de la sociedad afectada, se creará o ampliará un grupo de sociedades bajo el principio de subordinación de la sociedad afectada al control del oferente. Dicho grupo de sociedades presenta una serie de rasgos típicos que son relevantes para determinar el régimen jurídico que le es aplicable. En tal sentido: Será un grupo transfronterizo intracomunitario en sentido objetivo porque los valores de las sociedades que lo integran se negociarán en mercados regulados ubicados en Estados miembros distintos de los de su domicilio social. Adviértase que las OPAs transfronterizas relevantes para la Directiva no implican necesariamente que el oferente y la sociedad afectada sean de nacionalidades distintas y, por lo tanto, el grupo de sociedades resultante de una de estas OPAs puede estar integrado por sociedades de la misma nacionalidad, siempre que la sociedad afectada sobre la que se adquiere el control presente una discordancia entre su domicilio y la ubicación de la negociación de sus valores. No será necesariamente un grupo de sociedades cotizadas en el sentido de, si bien que los valores de la sociedad afectada cotizarán en un mercado regulado, la persona o entidad oferente que adquiera el control no tiene por qué tener tal condición.

En el caso de que la sociedad afectada opere como intermediario financiero, nos encontraremos bien ante un grupo consolidable de entidades de crédito, de empresas de servicios de inversión o de entidades aseguradoras o bien ante un conglomerado financiero o grupo transectorial.

En relación con lo anterior, si recordamos que existen dos categorías de OPAs transfronterizas intracomunitarias y ponemos esta clasificación en relación con sus efectos, apreciamos una cierta paradoja porque: Las OPAs transfronterizas intracomunitarias en sentido genérico, que pueden ser irrelevantes a los efectos de la eventual multiplicidad de Derechos aplicables y autoridades supervisoras; pueden producir como efecto un grupo multinacional. Así, por ejemplo, una OPA formulada por una sociedad italiana sobre las acciones de una sociedad española que se negocien en un mercado regulado español se trata como una OPA doméstica porque se le aplica únicamente el Derecho español y se supervisa por la CNMV. Sin embargo, el

grupo resultante será multinacional porque estará integrado por una sociedad dominante italiana y una filial española. Las OPAs transfronterizas intracomunitarias en sentido específico, esto es, las que son relevantes para la distribución de la Ley aplicable a sus aspectos mobiliarios y societarios y de la autoridad supervisora en los términos del artículo 4.2 de la Directiva 2004/25/CE; pueden dar como resultado grupos de sociedades exclusivamente nacionales. Así, por ejemplo, una OPA formulada por una sociedad española sobre acciones de otra sociedad española que coticen exclusivamente en un mercado regulado italiano será transfronteriza en el sentido de que sus aspectos societarios se regirán por el Derecho español mientras en su procedimiento se aplicará el italiano, pero dará lugar a un grupo de sociedades españolas.

## BIBLIOGRAFÍA

ALONSO UREBA, A., "Artículo 37.- Procedimiento ante los órganos españoles de defensa de la competencia", en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir), "Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991", vol. II, Madrid 1993, págs. 665 y ss. ALONSO UREBA, A. / PALÁ LAGUNA, R. "La posición común de la Unión Europea en materia de OPAs (hacia la generalización de un modelo de OPA obligatoria y total)", en Derecho de Sociedades. Libro homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero, Vol. III, Madrid 2002, págs. 2502 y ss. ÁLVAREZ PÉREZ, M., "Nuevas perspectivas de la libertad de establecimiento en los Estados de la Unión Europea, en particular para las sociedades", en Noticias de la Unión Europea, nº 265, febrero 2007, pág. 29 y ss. ÁLVAREZ ROYO-VILLANOVA, S., "Las modificaciones estructurales de la sociedad anónima", Tema 10, en DELGADO DE MIGUEL, J.F., "Instituciones de Derecho Privado. Tomo IV. Mercantil. Volumen 2º. Derecho de Sociedades. Parte Especial (I)", Madrid 2004, pág.629 y ss. BALLARINO, T. "La Società per azioni nella disciplina internazionale privatistica", en COLOMBO/ PORTALE, "Trattato delle Società per azioni", Turín 1994. BAUMS, T. / THOMA, G.F. (Eds.) "Takeover Laws in Europe", Colonia 2003. BAUMS, T./ CAHN, A., "Die Umsetzung der Übernahme-richtline in Europa", Berlin 2006. BELLO MARTIN-CRESPO, M, "Seis años de defensa de la competencia en oncentraciones de empresas realizadas en la CE", en la RDM nº224, 1997, pág.887 y ss. BENEYTO PEREZ, J.M. (Dir.)/ MAILLO GONZÁLES ORÚS, J. (Coord.), "Tratado de Derecho de la Competencia. Unión Europea y España", Tomo III, Madrid 2005. BOLKESTEIN, F., "Un marco europeo para las ofertas públicas de adquisición", en la RIMV, nº 9, Julio 2003, págs. 5 y ss. BONNEAU; TH., "La réforme 2006 des offres publiques d'acquisition", en Droit des Sociétés, 2006, págs.5 y ss. BONELLI, F., "La nozione di impresa nelle regole della concorrenza del Trattato CEE", en VERRUCOLI, P. (Dir.), "La nozione d'impresa dell'Ordinamento Comunitario", Milano 1977, pág.37 y ss. BRIONES, J. / FOLGUERA, J. / FONT, A. / NAVARRO, E., "El control de concentraciones en la Unión Europea. La práctica de la Comisión Europea y las novedades introducidas en el Reglamento CEE 4064/89 por el Reglamento CE 1310/97", Madrid 1999. BRUNETTI, A., "Trattato del Diritto delle Società. II. Società per azioni", Milán 1948. COMISIÓN GENERAL DE CODIFICACIÓN. SECCIÓN DE DERECHO MERCANTIL, "Propuesta de Código de Sociedades Mercantiles elaborada por la Ponencia Especial compuesta por los Exmos. Sres. Prof. Dr. D. Fernando Sánchez Calero, Prof. Dr. D. Alberto Bercovitz Rodríguez-Cano y Prof. Dr. D. Ángel Rojo Fernández-Río", aprobada por la Sección de Derecho Mercantil el 16 de mayo de 2002, Ministerio de Justicia, Madrid 2002. CREPLET, O./ANDRE-DUMONT, A.P., "L'Affaire ELECTRABEL ou les premières aspérités du nouveau paysage du contentieux en matière d'offres publiques d'acquisition", en Revue Pratique des Sociétés, 2005, pág. 345 y ss. Department of Trade and Industry, United Kingdom. "European Company Law. Draft Directive on Cross-Border Mergers. A Consultative Document. June 2004". EASTERBROOK, F.H./ FISCHER, D.R., "La estructura económica del Derecho de las sociedades de capital" (Edición española a cargo de F. Martos, bajo la dirección y con prólogo de Cándido Paz-Ares), Madrid 2002. ESTEBAN VELASCO, G., "El poder de decisión en las sociedades anónimas. Derecho europeo y reforma del Derecho español", Madrid 1982; Id. "La estructura de las Sociedades

Anónimas en el Derecho comunitario (El proyecto modificado de Quinta Directiva)", en CD y Com., n 5, 1989, págs. 231 y ss.; Id. , "Sociedad anónima europea. La regulación de la participación de los trabajadores", RDBB 40, 1990, pág.893 y ss. ESTEBAN VELASCO, G./FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (Coords.), "La sociedad anónima europea. Régimen jurídico societario, laboral y fiscal", Madrid/Barcelona 2004. EUROPEAN COMMUNITIES, DIRECTORATE GENERAL INTERNAL MARKET, "European Financial Integration: Progress & Prospects. Reports of Four Independent Groups of Experts. Banking, Insurance & Pensions, Securities Trading & Investment, Asset Management", Bruselas 2004.FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L., "El Reglamento de la sociedad europea en el marco del Derecho comunitario de sociedades: consideraciones de política y técnica jurídicas", pág.19 y ss. en ESTEBAN VELASCO, G./FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (Coords.), "La sociedad anónima europea. Régimen jurídico societario, laboral y fiscal", Madrid/Barcelona 2004. FERNÁNDEZ DE LA GANDARA, L. / CALVO CARAVACA, A.L., "Derecho Mercantil Internacional. Estudios sobre Derecho Comunitario y del Comercio Internacional", Madrid, 1993. FERNÁNDEZ DEL POZO, "Documentación de absorción transfronteriza. Absorción de filial española por matriz francesa", en RGD nº.609, 1995, pág. 7085 y ss. FRANCESCHELLI , R., "Concorrenza e fusioni (Ostacoli di Diritto Interno alle Fusioni Internazionali)" y "Fusione con trasferimento della sede all'estero e diritto di recesso" en "Studi e capitoli sul Diritto della Concorrenza", Milan 1974, pág.1041 y ss. y pág.1057 y ss. GARCÍA DE ENTERRÍA, J., "OPA y mercado de control", en CNMV, Una década de transformaciones en los mercados de valores españoles, Madrid (1999). GARCIMARTÍN ALFEREZ, F.J., "Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones: problemas de ley aplicable", en RdS nº 25, 2005-2, pág.110 y ss.; Id., "Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital", en la RdS nº 25, 2005-2, págs.435 y ss. GARCÍA-PITA Y LASTRES, J.L., "Defensa de la competencia, concentración empresarial y ofertas públicas de adquisición de acciones", en la RDBB nº.48, 2992, pág.985 y ss.. GARDEAZABAL DEL RIO, F.J., "La fusión en la Ley de Sociedades Anónimas", en AA.VV., "Las Sociedades de capital conforme a la nueva legislación. Las Sociedades: Anónimas, de responsabilidad limitada, en comandita por acciones", Madrid 1990. GONZÁLEZ, S./PEREDA, J., "La Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de octubre de 2005 relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital", en Revista Española de Capital Riesgo nº 0/2006, págs. 56 y ss. GRUPO DE EXPERTOS DE ALTO NIVEL DE DERECHO DE SOCIEDADES DE LA UNIÓN EUROPEA, "Informe sobre las OPAs de 10.-1-2002" (traducción de José María Garrido), en la RDBB nº.89, 2003, pág.277 y ss. GRUSON, M., "Die Doppelnotierung von Aktien deutscher Gesellschaften an der New Yorker un Frankfurter Börse: die so genante Globale Aktie", en Die Aktiengesellschaft, heft 7, 1 juli 2004, pág.358 y ss. HEIDEL/LOCHNER, "Verfassungswidrigkeit der Squeeze-out Regelungen der umzusetzenden EU-Übernehmerishtlinie" en DB nº.47, 2005, pág.2564 y ss.HUBER, "Squeeze-Out Rechtslage, Praxis, Bewertung" Saabrücken 2005, pág.180 y ss. IMMENGA, U., "El Mercado y el Derecho. Estudios de Derecho de la Competencia" (Edición y traducción por J.M. Embid Irujo y otros), Valencia 2001.KAY, M. "Company Mergers and the EEC" en The Journal of Busines Law 1975. KISFALUDI, A., "Corporate Governance and thhe Shareholder's Right to Exit", en European Business Law Review nº.6, 2005, pág.1367 y ss. LARGO GIL, R. "La fusión de sociedades mercantiles. Fase

preliminar, proyecto de fusión e informes”, Madrid 1992; Id. “La constitución de la sociedad anónima europea (SE). Las reconstrucciones intracomunitarias de sociedades”, en la RdS nº 18, 2002, pág. 99 y ss.; Id., “Propuesta de Directiva sobre las fusiones transfronterizas de las sociedades de capitales”, RdS nº 22 año 2004-1, págs. 377 y ss.; Id., “La Sociedad Anónima Europea y el Estatuto de la Sociedad Cotizada”, en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F./FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L./QUIJANO GONZÁLEZ, J./ALONSO UREBA, A./VELASCO SAN PEDRO, L./ESTEBAN VELÁSICO, G. (Dir.), “Derecho de sociedades anónimas cotizadas”, Vol. II, Cizur Menor, 2006, págs. 1577 y ss. LÁZARO SÁNCHEZ. E.J., “Fusión internacional (e intracomunitaria)”, en Noticias de la Unión Europea nº. 210, 2002, pág.25 y ss. LEIBLE/HOFFMANN, “Grenzüberschreitende Verschmelzungen im Binnenmarkt nach Sevic”, en RIW nº.3, 2006, pág.161 y ss. LE NABASQUE, H., “Les mesures de defense anti-OPA depuis la loi nº.2006-387, du 31 mars 1006”, en Revue des Sociétés nº.2, 2006, pág.237 y ss. MENGOZZI, P., “Il Diritto Comunitario e dell’Unione Europea”, en “Trattati di Diritto Commerciale e di Diritto Pubblico dell’Economia”, Vol.XV, Padua 1997. NAGEL, “Die Richtlinie zur grenzüberschreitende Verschmelzung”, en NZG nº.3, 2006, pág.97 y ss. OECHSLER, “Die Richtlinie 2205/56/Eh über die Verschmelzung von Kapitalgesellschaften aus verschiedenen Mitgliedstaaten”, en NZG nº.5, 2006, pág.161 y ss..PASCUAL Y VICENTE, J. “Nueva política europea de control de concentraciones: el Reglamento (CE) 139/2004”, en GJ, nº 231, mayo-junio 2004, págs. 57 y ss.PEREZ MILLA, J.J. “Fusión internacional de sociedades anónimas en el Espacio Económico Europeo”, Pamplona 1996. RAISER, T., “Recht der Kapitalgesellschaften. Ein Handbuch für Praxis und Wissenschaft”, Munich 1992.RODRIGUEZ ARTIGAS, F., “Fusión de sociedades (Dº Mercantil)”, en “Enciclopedia Jurídica Básica, Volumen II, Cor-Ind”, Madrid 1995, pág.3210 y ss.; Id., “Sobre el abuso de posición dominante en la defensa de la libre competencia”, en IGLESIAS PRADA, J.L. (Coord.) “Estudios jurídicos en homenaje al Profesor Aurelio Menéndez. Tomo I. Introducción y títulos valor”, Madrid 1996, págs. 983 y ss. RODRÍGUEZ ARTIGAS, F./FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L./QUIJANO GONZÁLEZ, J./ALONSO UREBA, A./VELASCO SAN PEDRO, L./ESTEBAN VELÁSICO, G. (Dir.), “Derecho de sociedades anónimas cotizadas”, Vol. II, Cizur Menor, 2006. RONTCHEVSKY, N., “Le loi nº.2006-387 du 31 mars 2006 transpose en droit francais la directive communautaire du 21 avril 2004 relative aux offres publiques d’acquisition”, en Revue Trimestrielle de Droit Commercial et Droit Economique, nº.2, 2006, pág.437 y ss. SÁNCHEZ ANDRES, A. “Teleología y tipología de las ofertas públicas de adquisición en la nueva regulación española” en, AAVV, La lucha por el control de las grandes sociedades. Las ofertas públicas de adquisición, Bilbao (1992), págs.3 y ss.; Id., “Ofertas públicas de adquisición y defensa de la competencia”, en “Estudios de Derecho Mercantil en homenaje al profesor Manuel Broseta Pont”, Tomo III, Valencia 1995, págs. 3371 y ss. SÁNCHEZ CALERO, F., “La propuesta de la Comisión de la CEE de Décima Directiva referente a las fusiones transfronterizas de Sociedades Anónimas y su incidencia en la posición jurídica de los trabajadores de las Sociedades fusionadas, conforme al Derecho español” en Noticias CEE nºs.55-56, 1989; Id., “Capítulo I. Disposiciones Generales (Artículos 1º a 6º”, en SÁNCHEZ CALERO (Dir.), “Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas. Tomo I. Disposiciones Generales, Fundación de la Sociedad y Aportaciones”, Madrid 1997, pág.3 y ss. SANCHEZ-CALERO GUILARTE, J., “Capítulo V.- Ofertas competidoras”, en

SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir), "Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991", vol. I, Madrid 1993, págs. 585 y ss. SÁNCHEZ MIGUEL, M.C., "Las fusiones transfronterizas y el Derecho de la competencia", en Derecho de Sociedades. Libro homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero, Vol. V, Madrid 2002, págs. 5083 y ss. SÁNCHEZ OLIVAN, J., "La fusión de sociedades. Estudio económico, jurídico y fiscal", Madrid 1991. SÁNCHEZ RUS, H., "La fusión transfronteriza de sociedades anónimas desde la perspectiva del Derecho español", RDM nº 237, julio-septiembre 2000, págs.1027 y ss. SACRISTÁN REPRESA, M., "El grupo empresarial en el Derecho comunitario. Perspectivas ante los cambios actuales en la UE", en PÉREZ CARRILLO, E. (Coord.), "Estudios de Derecho Mercantil Europeo", Madrid-Barcelona, 2005, págs. 185 y ss. EQUERA MARTÍN, A., "Transformación, fusión y escisión" en AA.VV., (dir. SÁNCHEZ CALERO, F.) "Comentarios a la Ley de Sociedades Anónimas", Madrid, 1993; Id., "Capítulo 5. La constitución mediante fusión de la sociedad anónima europea (SE)", en ESTEBAN VELASCO, G./FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (Coords.), "La sociedad anónima europea. Régimen jurídico societario, laboral y fiscal", Madrid/Barcelona 2004; Id., "Consideraciones sobre la fusión internacional de sociedades anónimas" en RODRÍGUEZ ARTIGAS, F./FERNÁNDEZ DE LA GÁNDARA, L./QUIJANO GONZÁLEZ, J./ALONSO UREBA, A./VELASCO SAN PEDRO, L./ESTEBAN VELÁSICO, G. (Dir.), "Derecho de sociedades anónimas cotizadas", Vol. II, Cizur Menor, 2006. TANTINI, G., "Transformazione e fusione delle società", en "Trattato del Diritto Commerciale e del Diritto Pubblico dell'Economia", Volume Ottavo, Padua 1985. TEICHMANN, "Binnenmarktmobilität von gesellschaften nach Sevic", en ZIP nº.8, 2006, pág.355 y ss. URBANO, J./PAREJO, D., "Transformación, fusión y escisión de sociedades cotizadas", Capítulo XVII, en VIVES, F./PÉREZ-ARDÁ, J. (Coords.), "La sociedad cotizada", Madrid-Barcelona 2006, págs.874 y ss. USHER, J.A., "Merger Control", en SCMITTHOFF, C.M. (De.), "Palmer's Company Law", Vol.I, "The Treatise", Londres 1987. VAÑO VAÑO, M.J., "Fusiones transfronterizas en la Unión Europea", RGD, nº.609, 1995. VEIGA COPO, A.B., "La Sociedad Anónima Europea y la Fusión Transnacional" en, Noticias de la Unión Europea nº 229, febrero de 2004, págs. 133 y ss. VELASCO SAN PEDRO, L.A., "Características generales de la sociedad europea. Fuentes de regulación, capital y denominación", pág.58 y ss., en ESTEBAN VELASCO, G./FERNÁNDEZ DEL POZO, L. (Coords.), "La sociedad anónima europea. Régimen jurídico societario, laboral y fiscal", Madrid/Barcelona 2004. VICENT CHULIA, F., "Concentración y Unión de Empresas ante el Derecho Español", Madrid 1971. VILLEGAS CAYÓN, J., "Monopolio y competencia. Las Leyes Antitrust de los Estados Unidos base de la libertad económica", Madrid 1970. ZURITA Y SAENZ DE NAVARRETE, J., "Artículo 1.- Oferta pública de adquisición en caso de toma o aumento de una participación significativa", en SÁNCHEZ CALERO, F. (Dir.), "Régimen jurídico de las ofertas públicas de adquisición (OPAs). Comentario sistemático del Real Decreto 1197/1991", vol. I, Madrid 1993, págs. 27 y ss.; Id., "Diez años de vigencia del Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores", en Derecho de Sociedades. Libro homenaje al Profesor Fernando Sánchez Calero, Vol. III, Madrid 2002, págs. 3031 y ss.