

## **BORRADOR INICIAL TFG**

**TEMA** - Derecho de la Competencia: el control de concentraciones de empresas y la aplicación de la normativa sobre ofertas públicas de adquisición en la UE.

**TÍTULO** - “El doble filo de las grandes operaciones: ¿cómo interactúan el control de concentraciones y la normativa sobre OPAs en la UE?”

### **ESTRUCTURA PROVISIONAL**

- PORTADA
- ÍNDICE
- LISTADO DE ABREVIATURAS
- INTRODUCCIÓN
  - Justificación de interés y objetivos perseguidos
  - Estructura y metodología
- CAPÍTULO I: Control de Concentraciones Empresariales
  - 1.1 Legislación de competencia en materia de control de concentraciones
    - 1.1.1 Evolución de la regulación del control de concentraciones
    - 1.1.2 Legislación actual en materia control de concentraciones. Objetivos de la normativa.
  - 1.2 Concepto y tipología de concentraciones económicas sujetas a control en el derecho de la competencia de la UE
  - 1.3 Los conceptos de “control” e “influencia decisiva”
  - 1.4 Procedimiento de control de concentraciones ante la Comisión Europea:
    - 1.4.1 Premisas básicas: dimensión comunitaria y remisión a las autoridades nacionales de la competencia.
    - 1.4.2 Por qué se regulan las concentraciones y cómo analiza Bruselas los distintos tipos de transacciones.
    - 1.4.3 Posibles resoluciones de la comisión ante una concentración empresarial. Autorizaciones sujetas a compromisos y a condiciones

- **CAPÍTULO II: Ofertas Públicas de Adquisición**
  - 1.1. Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición
    - 1.1.1. Evolución de la regulación de las OPAs
    - 1.1.2. Legislación actual en materia de OPAs. Objetivos de la normativa.
  - 1.2. Concepto y tipos de Ofertas Públicas de Adquisición.
  - 1.3. Aspectos sustanciales y procedimentales claves en las Ofertas Públicas de Adquisición
- **CAPÍTULO III: Convergencia de la normativa de control de concentraciones y de la regulación de OPAs.**
  - 1.1. Diferencias entre la concentración económica en derecho de la competencia, y la adquisición de control en normativa de opas
  - 1.2. Normativa en la que se tienen en cuenta ambos fenómenos. Excepción a la obligación de suspensión
  - 1.3. Efectos sobre el procedimiento de opa de la resolución europea en materia de concentraciones
  - 1.4. Caso ejemplificativo. OPA de Enel y Acciona para la adquisición de Endesa.
- **CONCLUSIONES**
- **BIBLIOGRAFÍA**
  - Legislación
  - Jurisprudencia
  - Obras Doctrinales
  - Recursos de Internet
- **ANEXOS**

## **JUSTIFICACIÓN DE INTERÉS Y OBJETIVOS PERSEGUIDOS**

### **Justificación de Interés**

He elegido este tema de TFG principalmente porque:

Llama la atención la complejidad de las operaciones en las que se tiene que hacer frente a obligaciones de normativa de mercado de valores, al mismo tiempo que cumplir con lo

establecido por las leyes de la competencia, que regulan las concentraciones empresariales. Asimismo, la posibilidad de investigar y llegar a conclusiones sobre cómo interactúan las normas de ambos fenómenos es una muy buena oportunidad para aprender y dar solución a lo que sucede en las múltiples transacciones de este tipo.

Además, la divergencia y variedad de legislación a la que hay que acudir para hacer frente a estos supuestos, genera cierta inseguridad jurídica, lo que hace que entender cómo se aplican y cumplen estas normas de forma eficiente sea aún más interesante.

Me atrae especialmente la posibilidad de adentrarme en la búsqueda de respuestas a interrogantes como la forma en la que convergen estas distintas legislaciones en una misma operación, la eficiencia con la que se regulan los supuestos en los que se observan ambos fenómenos y la mayor o menor complejidad de las operaciones en las que no solo se da una posible concentración empresarial, sino que también se produce una OPA.

Además, me resulta interesante el hecho de que las operaciones que pueden suponer concentraciones económicas, y que surgen a partir de una OPA, o derivan en la obligación de formular una OPA, suelen ser transacciones de elevada relevancia económica y social. De esta forma, tengo la posibilidad de enfrentarme a lo largo de mi TFG a la comprensión de una situación en la que se relacionan dos fenómenos presentes en transacciones especialmente relevantes.

Por último, cabe destacar mi interés personal en el tema. Me llama mucho la atención el área de derecho mercantil, y con ello, la posibilidad de aprender más sobre la normativa de mercado de valores, el derecho de la competencia y como lo que se regula a nivel europeo resuelve distintos problemas de muchas grandes operaciones.

## **Objetivos Perseguidos**

### Objetivo Principal:

Analizar cómo interactúan el control de concentraciones y la normativa sobre Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) en la Unión Europea, evaluando los desafíos y oportunidades que aparecen al desarrollarse grandes operaciones empresariales, y cómo estas normas tienen un efecto en el equilibrio del mercado, la competencia y la protección de los consumidores.

### Otros Objetivos:

- Entender y poder identificar aquellos casos en los que las OPAs pueden generar una situación de concentración empresarial, es decir, un riesgo para la competencia.
- Evaluar la efectividad con la que se regula este fenómeno de convergencia de OPAs y concentraciones empresariales. Llegar a conclusiones sobre el alcance, límite y aplicación de esta normativa convergente, en materia de OPAs y sobre control de concentraciones empresariales.

- Identificar los efectos de la regulación en materia de competencia sobre estas operaciones, en las que se dan de forma simultánea la adquisición de valores a través de una OPA y la posibilidad de generar una concentración empresarial.
- Evaluar y analizar el equilibrio entre la eficiencia económica de determinadas operaciones y la aplicación de la normativa de competencia y de mercado de valores, especialmente a través de un supuesto real.

## RECURSOS BÁSICOS DE REFERENCIA

- Legislación
- Jurisprudencia
- Obras Doctrinales
- Recursos de Internet

## CAPÍTULO I: CONTROL DE CONCENTRACIONES EMPRESARIALES

### 1.5 Legislación de competencia en materia de control de concentraciones

Para adentrarse en la materia del control de concentraciones, el paso previo es la exposición del concepto del derecho de defensa de la competencia. Como decía A. MIRANDA LONDOÑO, *“el derecho de defensa la competencia de una parte garantiza la libertad de los competidores para concurrir al mercado en busca de una clientela; y de la otra implica la libertad de los consumidores para escoger y adquirir en el mercado, bienes y servicios que se ofrezcan en condiciones de competencia”*<sup>1</sup>.

En este contexto, el control de concentraciones es uno de los pilares más importantes del derecho de la competencia de la Unión Europea, además de un fenómeno que, en la práctica, es comúnmente observable. En la actualidad se trata de una materia cuya regulación es de especial relevancia, ante la posibilidad de que las concentraciones de empresas afecten de manera significativa a las condiciones de competencia del mercado, y den lugar a otros fenómenos restrictivos de la competencia efectiva como el abuso de posición de dominio o los

---

<sup>1</sup> Alfonso Miranda Londoño, “El Régimen General de la Libre Competencia. Características Principales,” en *Segundo Congreso Iberoamericano de Derecho Empresarial: Formas de Control, Colaboración, Competencia Empresarial y Propiedad Industrial*, Módulo II: “Prácticas Restrictivas de la Competencia y Competencia Desleal”, 3.

acuerdos anticompetitivos entre empresas.<sup>2</sup> Todo ello sin olvidar que las operaciones analizadas en Bruselas, además de presentar un indudable impacto económico, pueden llevar aparejadas otro tipo de implicaciones ligadas a las políticas públicas o a intereses estratégicos nacionales.

#### *1.5.1 Evolución de la regulación del control de concentraciones.*

En lo referente a la legislación sobre control de concentraciones, constituye un tema de especial interés la ausencia de regulación o vacío normativo en los inicios del derecho de la Unión Europea. En 1957 se promulga el Tratado Constitutivo de la Unión Europea (TCUE), que perseguía la creación de un mercado común a través de la defensa de la competencia efectiva. Por esta razón, el Tratado incluye prohibiciones concretas para impedir las posibles restricciones al libre juego competitivo. La norma europea se centraba principalmente en la protección de los consumidores frente a las prácticas colusorias entre empresas, y las situaciones de abuso de posición dominante, en sus artículos 85 y 86 (actuales artículos 101 y 102 del TFUE).

No obstante lo anterior, el TCUE no hacía mención expresa al concepto de concentración empresarial, una decisión que entendemos es deliberada ya que en otras normas, como el Tratado CECA, del Carbón y del Acero, se había instaurado un control concreto de este tipo de operaciones en el mercado del carbón. El motivo por el cual el legislador dejaría de lado la supervisión de operaciones que puedan suponer una concentración empresarial es que resultaba beneficioso, tanto para los distintos estados y empresas como para la Unión Europea en su conjunto, que proliferasen las tendencias “concentracionistas”. De esta forma se hacía frente a las grandes empresas extracomunitarias que empezaban a tener una importante presencia en Europa.<sup>3</sup>

Una vez aumentó la frecuencia con la que se materializaban este tipo de transacciones y el nivel de concentración empresarial en Europa, la jurisprudencia de los tribunales europeos introdujo la posibilidad de aplicación de los artículos 85 y 86 del TCUE a determinadas concentraciones económicas que pudiesen afectar al mercado de forma sustancial. Ejemplo

---

<sup>2</sup> Loma-Orsorio Lerena, D. *Tratado de Derecho de la competencia*, Aranzadi, 2013, España.

<sup>3</sup> Miranda Serrano, L. M., y Pérez Molina, M. A., “El control de concentraciones de empresas en la UE”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 294, 2014.

de esta etapa es la resolución del asunto *Continental Can*,<sup>4</sup> en el que la Comisión Europea (CE) resolvió que se trataba de una concentración empresarial que podía dar lugar a una situación de abuso de posición dominante, en aplicación del artículo 86 TCUE. Esta decisión fue finalmente anulada por el Tribunal de Justicia de la Unión Europea (TJUE)<sup>5</sup>, pues se entendió que no se había delimitado correctamente el mercado relevante.

Las críticas a la decisión y a la sentencia de anulación fueron numerosas, lo que puso en evidencia la necesidad de encontrar una fórmula más adecuada para controlar este tipo de operaciones. No resultaba operativo aplicar artículos en los que se prohíben conductas y comportamientos a procesos que tienen un impacto en la estructura de los mercados<sup>6</sup>. Así se desencadenó la aprobación del Reglamento 4064/89<sup>7</sup> sobre el control de las operaciones de concentraciones entre empresas.<sup>8</sup>

Este precepto legal supuso un antes y un después en la regulación de la materia, al ser la primera vez que se tipificaba el control de las concentraciones empresariales de forma directa y con carácter preventivo. Los principales beneficios de la norma fueron el incremento de la seguridad jurídica, al dejar de aplicarse los artículos 85 y 86 del TCE por analogía, y el aumento del objeto del derecho de defensa de la competencia a nivel europeo, pues no solo se prohibían comportamientos, si no que se someten a supervisión determinadas operaciones que tienen efectos sobre la estructura del mercado.

No fue hasta 1997 que el Reglamento 4064/89 fue reformado parcialmente por el Reglamento 1310/97<sup>9</sup>. En esta nueva norma se incrementó el número de operaciones

---

<sup>4</sup> 72/21/CEE: Decisión de la Comisión, de 9 de diciembre de 1971, relativa a un procedimiento de aplicación del artículo 86 del Tratado CEE (IV/26.811 - Continental Can Company).

<sup>5</sup> Sentencia del Tribunal de Justicia de 21 de febrero de 1973. Europemballage Corporation y Continental Can Company Inc. contra Comisión de las Comunidades Europeas.

Asunto 6-72.

<sup>6</sup> D Folguera Crespo, J., Gutiérrez Hernández, A., y Arranz Fernández-Bravo, T., “Desarrollos recientes en control de concentraciones. Regulación de las participaciones minoritarias”, ICADE, 2015.

<sup>7</sup> Reglamento (CEE) nº 4064/89 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

<sup>8</sup> Miranda Serrano, L. M., y Pérez Molina, M. A., “El control de concentraciones de empresas en la UE”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 294, 2014.

<sup>9</sup> Reglamento (CE) nº 1310/97 del Consejo, de 30 de junio de 1997, por el que se modifica el Reglamento (CEE) nº 4064/89, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

susceptibles de control por Bruselas, para evitar la vigilancia de una misma operación por distintas autoridades.<sup>10</sup>

Por último, en 2001 comienza un proceso de evolución legislativa que da lugar a la promulgación del Reglamento del Consejo 139/2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas (Reglamento 139/2004)<sup>11</sup>, norma vigente a día de hoy.

### *1.5.2 Legislación actual en materia control de concentraciones. Objetivos de la normativa.*

El Reglamento 139/2004 constituye la pieza principal de la normativa que regula actualmente el control de concentraciones en la UE.<sup>12</sup> Esencialmente, responde a la necesidad de adaptar la regulación al cambiante contexto económico y político, en un mundo cada vez más globalizado e interrelacionado donde aumentan las relaciones entre empresas y, con ello, las operaciones que pueden restringir la competencia. En este nuevo marco es fundamental alcanzar objetivos como la realización del mercado interior, la unión económica y monetaria y la reducción de barreras al comercio y a la inversión<sup>13</sup>.

Con esa finalidad, la nueva regulación incorpora una serie de modificaciones que afectan tanto a cuestiones de procedimiento como de fondo<sup>14</sup>, así: a) el ámbito de control de la CE, más amplio pero respetuoso con las transacciones que pueden mejorar las condiciones del mercado y la economía de la Unión; b) la colaboración y distribución de competencias en

---

<sup>10</sup> Miranda Serrano, L. M., y Pérez Molina, M. A., “El control de concentraciones de empresas en la UE”, *Revista de Derecho Mercantil*, n.º 294, 2014.

<sup>11</sup> Reglamento del Consejo 139/2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas.

<sup>12</sup> El nuevo Reglamento se ve complementado por a) el Reglamento de Ejecución (UE) 2023/914 de la Comisión de 20 de abril de 2023 por el que se aplica el Reglamento 139/2004 del Consejo sobre el control de las concentraciones entre empresas y se deroga el Reglamento (CE) no 802/2004 de la Comisión; b) las Directrices de la Comisión, de 5 de febrero de 2004, sobre la evaluación de las concentraciones horizontales, también llamadas “*Directrices Horizontales*”; c) las Directrices de evaluación de las concentraciones no horizontales; d) el Código de Buenas Prácticas en la tramitación de los procedimientos de control de concentraciones; e) varias comunicaciones interpretativas del reglamento, como la Comunicación de la Comisión sobre el procedimiento

<sup>13</sup> Para conocer en detalle los distintos factores que condujeron a la reforma de referencia, véase el Libro Verde sobre la revisión del Reglamento (CEE) 4064/89 del Consejo, presentado por la Comisión (COM (2001) 745/6 de 11 de diciembre de 2001).

<sup>14</sup> Navarro Varona, E. y Baches Opi, S. “El nuevo sistema comunitario de control de concentraciones”, *Uría Menéndez*.

Comisión y Estados Miembros (EEMM); c) los criterios de evaluación de las transacciones notificadas<sup>15</sup>.

## **1.6 Concepto y tipología de concentraciones económicas sujetas a control en el derecho de la competencia de la UE**

### *1.2.1 ¿Qué es una “concentración” de empresas?*

Para comprender adecuadamente la dinámica del control de concentraciones, es fundamental esclarecer qué se entiende por concentración. De acuerdo con la normativa europea<sup>16</sup>, las concentraciones empresariales son aquellas operaciones que dan lugar a un cambio de control duradero en las empresas afectadas, generando así una modificación estable en la estructura del mercado.

El concepto de control, que será desarrollado y expuesto en el siguiente apartado, está íntimamente ligado a la idea de influencia decisiva sobre una empresa y a la posibilidad de tomar decisiones estratégicas sobre la misma.

Por otro lado, el criterio para determinar qué se puede considerar un cambio “duradero” a los efectos de esta norma resulta más ambiguo, ya que la jurisprudencia comunitaria no ha fijado un límite concreto al respecto. Sin embargo, de las decisiones de la CE se desprende que no es necesario que concurra un período de tiempo indefinido o excesivamente largo. De hecho, en términos generales, se considera suficiente un período mínimo de tres años<sup>17</sup>.

### *1.2.2 Categorías de concentraciones de empresas.*

---

<sup>15</sup> Engra, J. C. y Rodríguez Encinas, A. “El sistema de control de concentraciones en la Unión Europea”, *Uría Menéndez*.

<sup>16</sup> Artículo 3 Reglamento 139/2004.

<sup>17</sup> Decisiones en los casos M.425 BS/BT (EC 1994) / M.440 GE/ENI/Nuovo Pignone (EC 1994) / M.604 Albacom (EC 1995) / M.722 Teneo/Merryll Lynch/Bankers Trust (EC 1996).



La normativa comunitaria contempla distintas alternativas de cambio de control: la fusión de dos o más empresas, la adquisición de control,<sup>18</sup> y las estructuras conocidas como empresas en participación o *joint ventures*<sup>19</sup>.

La fusión es la integración de dos o más entidades jurídicamente independientes que dejan de serlo y crean una nueva empresa que combina sus respectivos activos y pasivos<sup>20</sup>. De esta manera, los socios de las entidades que se extinguen adquieren acciones o participaciones en la sociedad resultante <sup>21</sup>.

La segunda forma de concentración engloba aquellas operaciones en las que una compañía toma el control de otra, bien con la compra de acciones o participaciones de la adquirida, o haciéndose con sus activos y pasivos (opción menos común). En este caso, el resultado de la transacción no es la creación de una nueva sociedad, sino que la entidad que adquiere el control permanece y absorbe el patrimonio de la adquirida.

Asimismo, el Reglamento 139/2004 contempla lo que en la práctica mercantil se conoce como *Joint Ventures*. Las empresas en participación se generan con motivo de contratos o acuerdos entre distintas compañías que, manteniendo su independencia jurídica, crean una nueva entidad a la que aportan recursos con el fin de realizar, de forma estable, proyectos concretos. De esta manera, las empresas que participan de una *joint venture*, integran parcialmente operaciones o aspectos de su actividad, participando de forma conjunta en los resultados de explotación de la nueva entidad.

Es importante señalar que no todas las empresas en participación constituyen una concentración, sino únicamente aquellas que funcionen como entidades económicas autónomas<sup>22</sup>. Es lo que la normativa comunitaria denomina empresa en participación con “plenas funciones”. Es decir, una entidad que dispone de recursos suficientes para operar

---

<sup>18</sup> Artículo 3.1 del Reglamento 139/2004.

<sup>19</sup> Artículo 3.4 del Reglamento 139/2004.

<sup>20</sup> Apartados 9 y 10 de la comunicación jurisdiccional.

<sup>21</sup> Artículo 33 del RDL 5/2023.

<sup>22</sup> Artículo 3.4. Reglamento 139/2004.

en el mercado, desempeña funciones distintas de las meramente auxiliares de las matrices y está proyectada para funcionar de forma duradera.

## 1.7 Los conceptos de “control” e “influencia decisiva”.

Para comprender cómo regula Bruselas las operaciones de concentración, resulta imprescindible abordar el concepto de control. En este sentido en el Reglamento 139/2004, se define control como “*la posibilidad de ejercer una influencia decisiva sobre una empresa*”<sup>23</sup>.

Por su parte, la influencia decisiva se puede definir como la capacidad de establecer la estrategia comercial de una entidad en el mercado, capacidad esta que incluye multitud de posibles decisiones relevantes sobre una empresa, especialmente la determinación del presupuesto, la generación del plan de negocio y el nombramiento de los altos cargos directivos.

### 1.3.1 Tipos de control

Atendiendo a la forma de desempeñar dicha influencia, podemos identificar una doble tipología de control: exclusivo o conjunto<sup>24</sup>.

#### Control exclusivo<sup>25</sup>

Se interpreta que una empresa tiene el control exclusivo sobre otra si puede ejercer una influencia decisiva sobre esta de manera autónoma o independiente, y tiene la capacidad de imponer por sí misma determinadas decisiones estratégicas.

Esta modalidad de control comprende un ámbito decisorio muy amplio, pudiendo ejercerse de dos maneras: mediante la adopción de decisiones estratégicas (“control positivo”) o bloqueando dichas decisiones (“control negativo” o derecho de veto).

---

<sup>23</sup> El artículo 3.2. Reglamento 139/2004.

<sup>24</sup> Artículo 3.2. Reglamento 139/2004.

<sup>25</sup> Decisiones relativas al control exclusivo: M.25 *Arjomani/Wiggins Teape* (EC 1990), M. 258 *CCIE/GTE* (EC 1992), M.343 *Société Générale de Belgique/Générale de Banque* (EC 1993) y M. 4994 *Electrabel/CNR* (EC 2008), *Electrabel* (GC 2012).

Ostentar el control exclusivo de una empresa requiere disponer de la mayoría de los derechos de voto, que se pueden obtener mediante la propiedad de más del 50% del capital social o bien a través de participaciones minoritarias. En este último supuesto, el control exclusivo puede deberse a la titularidad de acciones preferentes que conllevan derechos especiales de voto o a la existencia de acuerdos con otros socios minoritarios.

### Control Conjunto<sup>26</sup>

El control conjunto se presenta cuando dos o más empresas tienen la posibilidad de ejercer influencia decisiva sobre otra empresa. En oposición al control exclusivo, esta modalidad de control permite únicamente bloquear la adopción de decisiones estratégicas (“control negativo” o derecho de veto). Ello implica que las empresas controladoras deben adoptar acuerdos por consenso.<sup>27</sup>

Lo habitual es que el control conjunto corresponda a entidades cuyos derechos de voto se distribuyen de forma equitativa, pero también se produce cuando, en base a disposiciones estatutarias o acuerdos sociales, se prevén derechos especiales de voto o mayorías reforzadas.

## **1.8 Procedimiento de control de concentraciones ante la Comisión Europea:**

### *1.8.1 Por qué se regulan las concentraciones y cómo analiza Bruselas los distintos tipos de transacciones.*

Los motivos principales por los cuales se regulan las concentraciones de empresas, y aquellos elementos que Bruselas tiene en cuenta a la hora de evaluar las operaciones sometidas al control comunitario, son dos aspectos que se encuentran estrechamente vinculadas en la normativa europea de competencia.

Es cierto que una operación de concentración puede generar beneficios potenciales, como un aumento de eficiencias y de bienestar para los consumidores, crecimiento económico,

---

<sup>26</sup> Decisión relativa al control conjunto: M.17 MBB/Aerospatiale (EC 1991) - *Cementbouw Handel* (GC 2006).

<sup>27</sup> Gutiérrez, A. y Arranz, T. “El control de las concentraciones económicas por las autoridades de defensa de la competencia”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3.ª ed., LA LEY.

empleo y mayor estabilidad de la industria. Además, este tipo de operaciones pueden dar lugar a un aumento de la inversión extranjera, así como incrementar la capacidad de las empresas para convertirse en grandes competidores a nivel europeo.

Sin embargo, las concentraciones pueden también implicar un potencial daño para la libre competencia. Efectivamente, hay transacciones que generan elevados niveles de poder de mercado y, por tanto, proporcionan a las empresas la capacidad y el incentivo para incurrir en conductas abusivas o de coordinación de estrategias comerciales, con el consiguiente perjuicio para el consumidor.

En definitiva, la regulación de las concentraciones de empresas obedece a la necesidad de preservar una competencia efectiva que se beneficie de los aspectos pro-competitivos que presentan algunas operaciones, rechazando aquellas que, por las razones que veremos más adelante, pueden deteriorarla.

Llegados a este punto cabe preguntarse: ¿con arreglo a qué criterios determina la CE si una determinada transacción debe ser prohibida o autorizada, con o sin condiciones? Siguiendo el razonamiento anterior, las autoridades de Bruselas determinan la compatibilidad de una concentración con el mercado común evaluando si obstaculiza o no, de forma significativa, la competencia efectiva. En particular, si lo hace “como consecuencia de la creación o refuerzo de una posición dominante”<sup>28</sup>.

Este test es un criterio general de análisis que presenta distintos matices según el tipo de concentración que se evalúe.

### Transacciones horizontales

En una concentración horizontal las empresas implicadas son competidores directos en el mismo mercado de referencia. En consecuencia, realizan actividades análogas o similares.

---

<sup>28</sup> Artículo 2 del Reglamento 139/2004. Véanse también, en la misma línea:

Directrices sobre la evaluación de las concentraciones horizontales con arreglo al Reglamento del Consejo sobre el control de las concentraciones entre empresas (2004/C 31/03).

Directrices para la evaluación de las concentraciones no horizontales con arreglo al Reglamento del Consejo sobre el control de las concentraciones entre empresas (2008/C 265/07).

¿Qué riesgo presentan? La entidad resultante disfrutará de un mayor poder de mercado, teniendo por tanto la capacidad y el incentivo para llevar a cabo prácticas anticompetitivas.

La CE lleva a cabo el análisis principalmente en torno a la cuota de mercado de la entidad resultante: a) si es inferior al 25%, la operación se presumirá compatible con el mercado común; b) si se supera el 50%, la conclusión será la contraria; c) entre esos dos umbrales, no aplicará presunción alguna, sino el análisis detallado del caso.

A lo largo de este proceso, también se tienen en cuenta otros factores, como las eficiencias de mercado y el aumento del bienestar del consumidor, las barreras de entrada al mercado, el poder de compra del cliente. El análisis de estos elementos es fundamental, pues pueden neutralizar la fortaleza económica que deriva de una cuota de mercado elevada, reduciendo el riesgo de que la concentración afecte negativamente a la competencia<sup>29</sup>.

### Transacciones no horizontales

Por lo que respecta a las operaciones de concentración no horizontales existen: las verticales, que son aquellas que inciden en empresas que operan en distintos niveles de la cadena de suministros, y las operaciones de conglomerado, entre empresas que operan en mercados diferentes pero relacionados.

En principio, las concentraciones no horizontales generan un menor riesgo al no afectar a la competencia de forma directa (verticales), y porque desarrollan actividades complementarias que pueden generar eficiencias en beneficio último del consumidor (de conglomerado). No obstante, el riesgo no es inexistente:

---

<sup>29</sup> Decisiones: M.1630 *AirLiquide/BOC* (EC2004), M.3732 *P&G/Gillette* (EC2005), M.2609 *HP/Compaq* (EC2002), M.4854 *TomTom/TeleAtlas* (EC2008).

- a) En las concentraciones verticales, la entidad resultante puede limitar el acceso de sus rivales a recursos del mercado aguas arriba que son necesarios para competir aguas abajo. Igualmente, puede obstaculizar el acceso de los competidores al usuario final<sup>30</sup>.
- b) Por otro lado, las operaciones de conglomerado pueden generar el llamado “*portfolio effect*”. Es decir, la entidad resultante utilizaría el poder de mercado que posee en un sector para extender su influencia hacia otro en el que su posición es más débil<sup>31</sup>.

En ambos tipos de transacciones la Comisión analiza tanto las cuotas de mercados de las empresas resultantes como otros factores mencionados anteriormente: eficiencias de mercado, bienestar del consumidor y poder de compra del cliente.

#### Empresas en participación

Por último, la Comisión evalúa de manera distinta las concentraciones que resultan de *joint ventures*. Estas pueden acarrear beneficios, como eficiencias de mercado y un mayor bienestar para el consumidor a raíz el intercambio de recursos y el reparto de riesgos entre las participantes. Sin embargo, también conllevan posibles riesgos para la competencia. Concretamente, los llamados “*spillover effects*”: la coordinación de las estrategias competitivas de las empresas matrices, que atenta contra los beneficios arriba mencionados y lesiona, además, la independencia empresarial y la asunción de riesgos comerciales que toda compañía debe asumir. La probabilidad de que esto suceda será mayor si las matrices mantienen actividades significativas en el mismo mercado que la *joint venture*, o en mercados aguas arriba/aguas abajo o en mercados estrechamente relacionados<sup>32</sup>.

#### *1.8.2 Premisas básicas: dimensión comunitaria, notificación y remisión entre autoridades de la competencia.*

---

<sup>30</sup> Decisiones relativas a las concentraciones verticales: M.4854 *TomTom/Tele Atlas* (EC 2008), M.6381 *Google/Motorola* (EC 2012), M.7202 *Lenovo/Motorola Mobility* (EC 2014).

<sup>31</sup> Decisiones relativas a las operaciones de conglomerado: M.2220 *GE/Honeywell* (EC 2001), M.2416 *Tetra Laval/Sidel* (EC 2001).

<sup>32</sup> Decisiones relativas a las operaciones de *joint venture*: JV.2 *Telia/Telenor/Schibsted* (EC 1999), JV.22 *Fujitsu/Siemens* (EC 1999).

En el control de concentraciones a nivel europeo hay varios conceptos clave que deben destacarse, pues condicionan tanto la intervención de Bruselas y las autoridades nacionales de competencia, como la capacidad de las empresas intervinientes para implementar la operación acordada.

### **Dimensión Comunitaria**

En el artículo primero del reglamento comunitario de control de concentraciones, se regula el ámbito de aplicación de la norma, centrándose en las llamadas concentraciones de dimensión comunitaria. Dichas operaciones se describen como aquellas en las que se cumple de forma cumulativa que: (i) el volumen de negocios mundial del conjunto de los partícipes sea superior a 5000 millones de euros, y (ii) el volumen a nivel comunitario de al menos dos empresas individualmente sobrepase los 250 millones. Además, se amplía el objeto del reglamento 139/2004 a aquellas transacciones entre empresas en las que no se cumplan los umbrales anteriores, pero en las que se den otros requisitos<sup>33</sup>.

Asimismo, a fin de no “dejar escapar” operaciones que, aunque de menor dimensión, pueden afectar de forma relevante a la libre competencia en la UE, se amplía el objeto del Reglamento 139/2004 a aquellas transacciones que cumplen ciertos umbrales menos exigentes en cuanto a volumen de negocio.<sup>34</sup>

Se utiliza el volumen de negocios como criterio identificativo por considerarse representativo de los recursos económicos que quedan combinados tras una concentración entre sociedades<sup>35</sup>.

En resumen, además del criterio cualitativo, que requiere que una operación constituya una concentración económica, se instaure un segundo criterio, de carácter cuantitativo, para someter a supervisión una transacción entre empresas.

---

<sup>33</sup> Artículo 1.3 Reglamento 139/2004.

<sup>34</sup> Artículo 1.3 Reglamento 139/2004.

<sup>35</sup> Apartado 124 de la comunicación consolidada de la Comisión sobre cuestiones jurisdiccionales del control de concentraciones.

## **Obligación de Notificar**

Cuando se verifica el cumplimiento de los límites establecidos, se entiende que se está ante una concentración empresarial con dimensión comunitaria y, por tanto, surge la obligación de notificar la operación a la Comisión Europea antes de llevarla a cabo.<sup>36</sup> La notificación debe efectuarse en cuanto se haya concluido el acuerdo, anunciado la oferta pública de adquisición o adquirido una participación de control.

También es significativo tener en cuenta qué entidades se ven afectadas por la obligación expuesta. En el supuesto de que se dé una fusión o una adquisición de control conjunto, todas las empresas intervinientes deberán notificar de forma conjunta. En el resto de los casos, la notificación la tiene que remitir la entidad que adquiere el control<sup>37</sup>.

## **Remisión entre Autoridades de la Competencia**

Junto a lo anterior, es importante abordar un instrumento que asegura una mayor eficiencia en la evaluación de estas operaciones. El concepto de remisión en el marco de la normativa de control de concentraciones hace referencia al traspaso de operaciones objeto de supervisión entre las distintas autoridades de defensa de la competencia, es decir entre la Comisión y las instituciones nacionales.

La Comisión Europea puede remitir la regulación de concentraciones económicas a las autoridades competentes de los EEMM, remisión que se produce cuando Bruselas considera que una concentración notificada puede tener un impacto significativo en la competencia en un mercado específico <sup>38</sup>. Al tomar esta decisión, la Comisión debe comunicarlo de inmediato tanto a las empresas involucradas como a las autoridades competentes de otros EEMM<sup>39</sup>. Además, la normativa comunitaria hace hincapié en el hecho de que los Estados

---

<sup>36</sup> Artículo 4 Reglamento 139/2004.

<sup>37</sup> Artículo 4.2 Reglamento 139/2004.

<sup>38</sup> Artículo 9 del Reglamento 139/2004.

<sup>39</sup> Artículo 9.2 del Reglamento 139/2004.



solo pueden tomar aquellas medidas que sean estrictamente necesarias para preservar o restaurar la competencia efectiva en el mercado en cuestión<sup>40</sup>.

En contraposición, se prevé la posibilidad de que uno o varios Estados miembros soliciten a la Comisión Europea el examen de concentraciones que, a pesar de no cumplir con los criterios de dimensión comunitaria, podrían afectar al comercio y amenazar la competencia en la Unión<sup>41</sup>.

También es importante tener en cuenta que Bruselas puede informar a los Estados miembros sobre operaciones que podrían entrar dentro del ámbito del Reglamento comunitario de concentraciones, invitándolos a presentar una solicitud si lo consideran necesario<sup>42</sup>.

En resumen, se establece tanto un mecanismo para que los Estados miembros soliciten la intervención de la Comisión en concentraciones que podrían comprometer la competencia a nivel comunitario, como el procedimiento inverso de remisión.

### *1.8.3 Posibles resoluciones de la comisión ante una concentración empresarial.*

#### *Autorizaciones sujetas a compromisos y a condiciones*

Una vez notificada la concentración, la Comisión lleva a cabo una primera revisión tras la cual puede resolver mediante decisión: (i) que no se trata de una concentración a la que deba aplicarse el Reglamento 139/2004 o (ii) que, a pesar de entrar en el ámbito de actuación de la Comisión, la concentración no plantea dudas serias sobre su compatibilidad con el mercado común. En caso contrario, decidirá incoar procedimiento.

Si Bruselas decide revisar una operación por existir riesgo de incompatibilidad, cabe adoptar distintos tipos de decisiones<sup>43</sup>:

---

<sup>40</sup> Artículo 9.8 del Reglamento 139/2004.

<sup>41</sup> Artículo 22.1 del Reglamento 139/2004.

<sup>42</sup> Artículo 22.5 del Reglamento 139/2004.

<sup>43</sup> Artículo 8 Reglamento 139/2004.

- a) La Comisión puede autorizar una concentración de forma incondicional, si determina que no afectará negativamente a la competencia en el mercado interior.
- b) Puede igualmente dar luz verde a la operación, pero sujeta a condiciones o modificaciones. Esto ocurre cuando la operación podría restringir la competencia, pero los problemas identificados pueden resolverse mediante ciertos compromisos por parte de las empresas, como vender parte de sus activos o modificar la estructura de la transacción. Las autoridades europeas supervisarán adecuadamente el cumplimiento de dichos compromisos.
- c) Por último, Bruselas puede prohibir la operación si no es posible aplicar medidas correctivas que eviten los efectos negativos sobre la competencia. Asimismo, en el caso de que una concentración haya sido ejecutada antes de obtener la autorización, si la Comisión la prohíbe posteriormente podrá imponerse a las empresas la separación o anulación de los efectos de la concentración.

## **CAPÍTULO II: OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN**

### **2.1 Regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición en la Unión Europea**

Las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) constituyen una herramienta esencial en el ámbito financiero para facilitar los cambios de control en las empresas de manera estructurada y regulada, destacando en este proceso la importancia de asegurar su transparencia y la protección de los accionistas en los mercados de capitales.

Las OPAs, como operaciones financieras en la que el oferente propone comprar todas o una parte significativa de las acciones de una compañía, plantean una convergencia de intereses, entre ellos el progreso económico de las empresas, así como la protección de los accionistas o socios que se puedan ver afectados por el cambio de control en una sociedad.

#### *2.1.1. Evolución de la regulación de las OPAs*

Las OPAs no contaron con una regulación específica hasta momentos relativamente cercanos en el tiempo. Inicialmente existió una gran diversidad normativa en los Derechos de sociedades de los EEMM.

En concreto, algunos de estos países destacan por su regulación temprana al respecto, con normas que sirvieron de impulso para homogeneizar la legislación sobre OPAs en toda la UE<sup>44</sup>:

- a) Alemania jugó un papel fundamental en este proceso, ya que además de contar con recomendaciones específicas sobre OPAs, promulgó una norma de carácter vinculante y ámbito general: la Ley de Adquisiciones y Transferencias de Valores, adoptada en 2002 (*WpÜG*)<sup>45</sup>. Esta disposición se centra en la defensa del principio de igualdad de todos los accionistas o socios de una compañía, además de hacer incapié en la importancia de garantizar la transparencia de los distintos elementos de la operación, entre ellos el precio<sup>46</sup>.
- b) Por otro lado, Reino Unido también fue especialmente importante en el desarrollo de la legislación sobre OPAs. Concretamente, mediante la promulgación de la primera edición oficial del “*City Code of Takeovers and Mergers*” o Código de la Ciudad sobre Ofertas y Fusiones, administrado por el “*Panel on Takeovers and Mergers*”, en 1985<sup>47</sup>.

De esta manera, se inició un proceso de armonización que eliminó la disparidad entre los distintos Derechos de sociedades nacionales. Todo ello sucede en un contexto caracterizado por el incremento de las denominadas “*takeover bids*” (ahora conocidas como OPAs) en los mercados de valores europeos, así como por una mayor presencia en la Unión de muchas

---

<sup>44</sup> Sánchez Calero, Fernando. *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS)*. 1a ed. Thomson Reuters (Legal) Limited, mayo 2009.

<sup>45</sup> Ley de Adquisiciones y Transferencias de Valores (WpÜG), adoptada en 2002, sobre las ofertas públicas de adquisición y la transferencia de valores en empresas cotizadas en Alemania, bajo supervisión de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, BaFin)

<sup>46</sup> Freshfields Bruckhaus Deringer LLP. "Public Takeovers in Germany." Última modificación el 14 de marzo de 2024. Freshfields.

<sup>47</sup> *The City Code on Takeovers and Mergers*. Panel on Takeovers and Mergers, 2008. [The Takeover Panel](#).

grandes compañías norteamericanas<sup>48</sup>. A lo anterior se suma la ausencia de regulación unificada sobre una materia que cada vez resultaba más relevante en ciertos países.

La preocupación al respecto se inicia mucho antes de que Bruselas adoptase la normativa comunitaria sobre OPAs. De hecho, ya en 1974 las autoridades comunitarias encargaron al profesor británico Pennington un amplio y minucioso estudio de la cuestión, a fin de elaborar una propuesta preliminar de Directiva que protegiese los intereses de los socios y de terceros. Sobre la base del artículo 58 del Tratado Constitutivo de la Comunidad Económica Europea (TCEE), esta propuesta pone de manifiesto la necesidad de: (i) que cada estado miembro designe una autoridad de supervisión de este tipo de operaciones; (ii) que exista una oferta obligatoria sobre la totalidad de las acciones con derecho de voto si la operación tiene por objeto adquirir una participación de control (40% o más de los derechos de voto) y (iii) que existan ciertas normas de publicidad y transparencia en los procedimientos de Oferta Pública de Adquisición.

A pesar de esta primera aproximación, la Comisión estimó que no era el momento de formalizar dicha propuesta, y no fue hasta la publicación del Libro Blanco de la Comisión Europea sobre la realización del mercado interior<sup>49</sup> que Bruselas tomó la decisión de adoptar una normativa que abordase, a nivel comunitario, las Ofertas Públicas de Adquisición.

Fueron tres las propuestas de Directiva presentadas<sup>50</sup>. Únicamente prosperó la última de ellas, que dio origen a la Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición, que a día de hoy está en vigor. El progreso de la propuesta encontró problemas en lo relativo a cuestiones como las obligaciones del consejo de administración y la eliminación de ciertas restricciones a los

---

<sup>48</sup> Sánchez Calero, Fernando. *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS)*. 1a ed. Thomson Reuters (Legal) Limited, mayo 2009.

<sup>49</sup> Comisión Europea. *Libro Blanco sobre la realización del mercado interior*. Bruselas, 1985.

<sup>50</sup> Comisión Europea. *Propuesta de decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de Derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición*, 1988.

Comisión Europea. *Propuesta de decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y el Consejo en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición*, 1995.

Comisión Europea. *Propuesta modificada de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición (COM/2002/534 final)*. Bruselas, 2002.

derechos de voto. Finalmente se introdujo la posibilidad de que la aplicación de estas disposiciones fuese opcional para los EEMM.

#### 2.1.2. Legislación actual en materia de OPAs. Objetivos de la normativa.

La Directiva 2004/25/CE constituye la pieza central de la regulación comunitaria sobre Ofertas Públicas de Adquisición. Establece unos requisitos mínimos que deben recoger las normativas nacionales y deja libertad a los EEMM en cuanto a la forma de desarrollar y completar estas obligaciones en sus propios regímenes.

Los objetivos que persigue se pueden resumir de la siguiente manera:

- a) Las Ofertas Públicas de Adquisición de valores son el instrumento a través del cual se logra el dominio de una sociedad. Por lo tanto, inciden en el centro de la vida misma de la compañía<sup>51</sup> y pueden afectar a un elevado número de agentes económicos: los actuales socios (que pierden el control sobre la empresa), los futuros titulares, los acreedores de las entidades implicadas, los trabajadores de las empresas e incluso los consumidores<sup>52</sup>. Esto significa que las OPAs, así como cualquier otra transacción que afecte al control de una entidad, impactan de forma relevante a múltiples partes interesadas.

Teniendo en cuenta lo anterior, tanto desde la Unión Europea como desde los EEMM se busca proteger a los accionistas minoritarios, aquellos con menos poder para beneficiarse de una operación traslativa de acciones. Se entiende que, ante el riesgo de que los únicos beneficiarios del cambio de control sean los accionistas con una participación elevada, o frente a la posibilidad de que se impongan condiciones poco ventajosas para quienes no son tan relevantes en la operación, es necesario establecer garantías a través de la ley. Es precisamente esto en lo que consiste la igualdad de trato de los accionistas, principio fundamental que motiva la legislación sobre OPAs.

---

<sup>51</sup> Sánchez Calero, Fernando. *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS)*. 1a ed. Thomson Reuters (Legal) Limited, mayo 2009.

<sup>52</sup> Carlos L. Aparicio Roqueiro, “Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas,” *Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)*.

- b) En segundo lugar, es crucial tener en cuenta que en este tipo de transacciones, no solo tiene que primar la equidad, sino también la eficiencia económica de la operación en cuestión y la generación de sinergias beneficiosas para los accionistas. Igualmente, se pretende eliminar la ausencia de transparencia y las transacciones que persiguen objetivos contrarios a los intereses del mercado o de las empresas afectadas.<sup>53</sup>
- c) Por último, la Directiva busca unificar el régimen jurídico aplicable a las Ofertas Públicas de Adquisición en la UE, estableciendo unas líneas de actuación concretas que regulen de forma homogénea una materia de especial relevancia en el Derecho de sociedades y en la normativa de mercado de valores.

Los objetivos mencionados guardan una estrecha relación con los principios generales que vertebran la Directiva europea sobre OPAs (citar el nota al pie el artículo 3): (i) la igualdad de todos los accionistas de la empresa; (ii) la actuación de los administradores en defensa de los intereses de la sociedad; (iii) la puesta a disposición de los accionistas de información suficientemente amplia que les permita tomar decisiones fundadas; (iv) la exigencia de no falsear los precios de los valores de la sociedad; (v) la obligación de que el oferente se encuentre en condiciones de hacer frente a la oferta antes de lanzarla y (vi) la no obstaculización de la sociedad y de sus actividades a través de la OPA.

La Directiva de referencia ha sido traspuesta por los distintos EEMM. En España, su incorporación al ordenamiento jurídico se llevó a cabo mediante la modificación de la Ley del Mercado de Valores<sup>54</sup>. Concretamente, a través de: (i) la Ley 6/2007, de 12 de abril y (ii) el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores.

## **2.2 Concepto y tipos de Ofertas Públicas de Adquisición.**

### *2.2.1 Concepto de OPA*

---

<sup>53</sup> Bolsas y Mercados Españoles, “La regulación de OPAs: tema de debate en la UE y España,” *Bolsas y Mercados Españoles*, octubre de 2002.

<sup>54</sup> Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores.

La legislación europea en materia de OPAs recoge la siguiente definición: *“una OPA es una oferta pública, ya sea voluntaria u obligatoria, dirigida a los titulares de valores de una sociedad (con excepción de las ofertas realizadas por la propia sociedad afectada) con vistas a adquirir la totalidad o parte de dichos valores, siempre y cuando tenga como objetivo o sea consecuencia de la toma de valor de la sociedad”*<sup>55</sup>.

Se puede decir que una OPA es una propuesta de contrato a través de la cual una persona física o jurídica manifiesta a todos los titulares de valores de una sociedad su voluntad de adquirir dichas acciones, con unas condiciones y a un precio establecido. Con la formulación de la oferta y su aceptación surge entre las partes una relación que recoge los elementos esenciales de un contrato y que, por tanto, conlleva derechos y obligaciones para ambas<sup>56</sup>.

Asimismo, las OPAs tienen una especial relevancia económica y su regulación ocupa un lugar destacado en el marco del Derecho de sociedades. Efectivamente, las Ofertas Públicas de Adquisición suelen tener como objetivo lograr el control de la entidad afectada y conllevan una desinversión por parte de los accionistas (muchas veces minoritarios) cuyos valores son comprados. De esta manera, se modifica la composición de la Junta General de la sociedad y, por lo tanto, la estructura de propiedad de esta última.

Lo anterior implica que no estamos ante una simple transmisión de valores de una sociedad, sino que se modifica el control de la entidad y, como se ha expuesto en apartados anteriores, pueden salir beneficiados o perjudicados los intereses de un gran número de partes o agentes económicos. Precisamente por esto, una OPA no es solo una propuesta que tiene a materializarse en un contrato para la adquisición de acciones con derecho de voto, sino que tiene también un componente societario importante y repercute sobre la propiedad y los órganos de la sociedad.

Cabe mencionar, por último, la relación que este tipo de operaciones guarda con la legislación de mercado de valores, teniendo en cuenta que, en la mayoría de los casos, las

---

<sup>55</sup> Artículo 2.1 Directiva 2004/25/CE.

<sup>56</sup> Aníbal Sánchez Andrés, “OPA BIB\2008\3373,” en *Estudios y Comentarios Legislativos (Civitas). Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, ed. Aranzadi S.A.U. (Madrid: Aranzadi, 2008), ISBN 978-84-470-2891-7.

acciones objeto de una OPA son valores cotizados cuyos derechos y transmisibilidad vienen, por tanto, regulados en dicha normativa.

### *2.2.2 Tipos de OPAs*

Existen varias formas de agrupar las Ofertas Públicas de Adquisición, pero a los efectos de este Trabajo vamos a centrarnos en dos posibles clasificaciones.

#### OPAs hostiles y amistosas

Una primera aproximación consiste en distinguir entre OPAs hostiles y amistosas, teniendo en cuenta la compatibilidad entre los intereses del oferente y de la entidad afectada.

En una OPA entran en juego tres tipos de intereses: (i) el interés social, que se puede definir como el interés conjunto de los socios y de la sociedad; (ii) los intereses de los administradores, entendidos como los propósitos de su función de gestión, que teóricamente deben ser autónomos (separación de propiedad y gestión) y (iii) los intereses de los propietarios de la empresa, que pueden variar en función de su condición como accionistas mayoristas o minoritarios, propietarios ausentes...

La OPA hostil se suele definir como una transacción que presenta una persona física o jurídica sin la aceptación previa de los órganos de gobierno de la sociedad objetivo. Es importante tener en cuenta que la legislación comunitaria interpreta que estas situaciones de hostilidad deben resolverse en favor del interés de la sociedad, de ahí que se recojan determinadas obligaciones dirigidas al órgano de administración o dirección de la compañía.<sup>57</sup>

En contraposición, las OPAs amistosas son las que se aprueban en el órgano de administración de la sociedad. Es decir, aquellas en las que todos los intereses se encuentran

---

<sup>57</sup> Artículo 9 de la Directiva 2004/25/CE.



alineados. Suele tratarse de ofertas en las que se propone un precio y condiciones atractivos, o en las que simplemente existe un acuerdo expreso o tácito entre el oferente y la sociedad.<sup>58</sup>

### OPAs voluntarias y obligatorias

La distinción verdaderamente relevante en los mercados de valores es la existente entre OPAs voluntarias y OPAs obligatorias. Esta diferenciación deriva del principio de igualdad de trato entre los accionistas de una sociedad que gobierna el régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición.

La oferta obligatoria es aquella que la normativa europea impone cuando una persona física o jurídica adquiere un porcentaje de valores que, por sí mismos o sumados a los que el adquirente ya tenía, le otorgan los derechos de voto necesarios para lograr el control de la compañía<sup>59</sup>. El porcentaje concreto de derechos de voto que determina la adquisición de control se deja a la discrecionalidad de los EEMM<sup>60</sup>.

La oferta obligatoria debe dirigirse a todos los titulares de valores de la sociedad por la totalidad de las acciones y por un precio equitativo. Por valores se entiende aquellos que confieren derechos de voto en una sociedad, de forma que se excluyen del cómputo las acciones que no permiten la toma de decisiones.

Además de lo anterior, es importante enfatizar la relevancia del precio equitativo, entendido como el precio más alto pagado por el oferente por los mismos valores, dentro de un período que determinan por los Estados miembros. Este período deberá ser de, al menos, seis meses y no podrá exceder los doce meses, antes de la realización de la oferta<sup>61</sup>.

---

<sup>58</sup> Alberto Javier Tapia Hermida, *El Régimen de las Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAs) en la Unión Europea y en España*, Documentos de Trabajo del Departamento de Derecho Mercantil, Universidad Complutense de Madrid, mayo de 2008, disponible en el archivo institucional EPrints Complutense: <http://www.ucm.es/eprints>.

<sup>59</sup> Artículo 5.1 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>60</sup> Artículo 5.3 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>61</sup> Artículo 5.4 de la Directiva 2004/25/CE.

Por último, la parte adquirente de los valores que constituyan una participación de control puede ser una única persona física o jurídica, o varias actuando de forma conjunta<sup>62</sup>.

Por su parte, las OPAs voluntarias son aquellas que no se imponen como obligación para la protección de los accionistas minoritarios. Por lo demás, están presentes todos aquellos elementos que caracterizan a las OPAs obligatorias y que ya han sido mencionados.

La Directiva europea no establece con claridad el concepto de OPA voluntaria ni la regula de forma específica, pero sí contempla su validez y existencia<sup>63</sup>. Asimismo, prevé que una OPA voluntaria que confiera el control de la sociedad afectada, siempre que se haya formulado sobre la totalidad de sus valores con derecho de voto, elimina la obligatoriedad de formulación de una OPA<sup>64, 65</sup>.

### **2.3 Aspectos sustanciales y procedimentales claves en las Ofertas Públicas de Adquisición**

Llegados a este punto es interesante abordar ciertos aspectos que permiten una aproximación más precisa a las Ofertas Públicas de Adquisición en el contexto de la Unión Europea.

#### Autoridad supervisora y derecho aplicable en los EEMM

En primer lugar, ¿quién supervisa los procedimientos de OPA en un Estado miembro y con arreglo a qué normativa?

Cada EEMM tiene la obligación de nombrar una o más autoridades competentes que supervisen las OPAs, siendo esencial que se garantice la actuación de éstas con imparcialidad e independencia. Está permitido que las autoridades designadas sean entidades públicas, asociaciones o incluso organismos privados, siempre y cuando se encuentren reconocidos y facultados expresamente por la legislación nacional para desempeñar la función que se les encomienda. Por ejemplo, en España la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)

---

<sup>62</sup> Artículo 5.1 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>63</sup> Artículo 2.1 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>64</sup> Artículo 5.2 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>65</sup> Fernando Sánchez Calero, *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS)*, 1ª ed., Capítulo V, "Otros supuestos de ofertas públicas de adquisición" (Thomson Reuters [Legal] Limited, mayo 2009).

es un organismo público, pero el *Panel on Takeovers and Mergers (Panel)* británico es de carácter privado<sup>66</sup>.

Además, los EEMM deben informar a la Comisión Europea de dichas designaciones y cualquier reparto de funciones que puedan haber realizado entre varias autoridades nacionales.<sup>67</sup>

Los órganos de referencia deben asegurar la aplicación efectiva y uniforme de la Directiva comunitaria<sup>68</sup>, así como de cualquier norma nacional en materia de OPAs.

Igualmente, la Directiva prevé<sup>69</sup> que la autoridad supervisora deberá ser la del Estado miembro donde la sociedad objetivo tenga su domicilio social, siempre que sus valores estén admitidos en un mercado regulado de dicho Estado. En caso contrario, la autoridad competente será la del Estado en cuyo mercado se negocien dichos valores. Por otra parte, si las acciones estuviesen admitidas en varios mercados regulados, se considerará autoridad competente a la del Estado donde los valores fueron admitidos por primera vez. Finalmente, el escenario más complicado se presenta cuando las acciones de la entidad afectada han sido admitidas a cotización en mercados de diferentes Estados de manera simultánea: en este supuesto, la sociedad podrá designar el primer día de negociación la autoridad supervisora a la que se quiere someter.

Los EEMM deben garantizar también que las personas que trabajen o hayan trabajado en las autoridades supervisoras se adhieran al principio de secreto profesional, y que la información que obtengan en el ejercicio de sus funciones solo se comparta con personas o entidades legalmente autorizadas<sup>70</sup>. Con ello se protege la confidencialidad en los procedimientos de supervisión, un valor especialmente importante en las operaciones de mercados de valores.

Además, Bruselas establece que las autoridades supervisoras de cada Estado miembro deben cooperar entre sí y con otros reguladores de los mercados de capitales en la UE. Se trata así de

---

<sup>66</sup> Fernando Sánchez Calero, *Ámbito de aplicación del régimen de las OPAs y referencia a la ley aplicable conforme a derecho comunitario*, en *Estudios y Comentarios Legislativos* (Civitas) Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS) (Editorial Aranzadi, S.A.U., 2009)

<sup>67</sup> Artículo 4.1 Directiva 2004/25/CE.

<sup>68</sup> Artículo 4 Directiva 2004/25/CE.

<sup>69</sup> Artículo 4.2.a Directiva 2004/25/CE.

<sup>70</sup> Artículo 4.3 Directiva 2004/25/CE.

facilitar el intercambio de información esencial para la correcta aplicación de la legislación sobre OPAs. Esta cooperación incluye la notificación y transferencia de la documentación necesaria para investigar posibles infracciones de la normativa comunitaria y de las regulaciones nacionales de aplicación<sup>71</sup>.

Finalmente, la legislación europea<sup>72</sup> permite que los Estados miembros regulen excepciones a las normas generales, a fin de tener en cuenta circunstancias específicas de ámbito nacional. Todo ello siempre y cuando se respeten los principios generales de la Directiva<sup>73</sup>.

Estas disposiciones de control y supervisión proporcionan seguridad jurídica en lo que a jurisdicción aplicable se refiere, garantizando un marco claro de actuación que resulta especialmente importante en el caso de OPAs con alcance en múltiples EEMM.

#### Información y publicidad de la oferta

Como ya se ha indicado anteriormente, uno de los motivos principales para la regulación de las Ofertas Públicas de adquisición es la creación de un entorno en el que las transacciones se caractericen por una mayor transparencia. Por este motivo se impone a los EEMM la obligación de publicar con carácter inmediato la decisión de presentar una oferta, así como la notificación de esta decisión a la autoridad supervisora pertinente.

Asimismo, el oferente debe elaborar un folleto de oferta que contenga toda la información necesaria para que los titulares de valores de la sociedad afectada puedan tomar una decisión informada. Este folleto debe ser aprobado por la autoridad supervisora antes de su publicación y, posteriormente, distribuido a los representantes de los trabajadores de la compañía, asegurando así que los empleados también estén al tanto de lo que ocurre. El folleto debe incluir, entre otros aspectos, la descripción de la oferta, la identidad del oferente y su forma jurídica, así como la contraprestación ofrecida por cada tipo de valor. También se deben especificar las

---

<sup>71</sup> Artículo 4.4 Directiva 2004/25/CE.

<sup>72</sup> Artículo 4.5 Directiva 2004/25/CE.

<sup>73</sup> Artículo 3.1. Directiva 2004/25/CE.

condiciones de la oferta y las intenciones del oferente respecto a la futura situación laboral de los empleados de la sociedad afectada<sup>74</sup>.

Por último, los EEMM deben garantizar que la oferta se haga pública de manera que se protejan los intereses de todos los agentes económicos involucrados, incluyendo la empresa objetivo, la oferente y cualquier otra persona física o jurídica interesada. Para lograr este fin, los EEMM están obligados a regular la publicación de la información y documentación requeridas. Se busca así evitar la difusión de información falsa o engañosa, que podría perjudicar la confianza de los inversores y la estabilidad del mercado de valores.

---

<sup>74</sup> Artículo 6 Directiva 2004/25/CE.