



**COMILLAS**  
UNIVERSIDAD PONTIFICIA

ICAI

ICADE

CIHS

FACULTAD DE DERECHO

**EL DOBLE FILO DE LAS GRANDES OPERACIONES: ¿CÓMO  
INTERACTÚAN EL CONTROL DE CONCENTRACIONES Y LA  
NORMATIVA SOBRE OPAS EN LA UE?**

Autor: Casilda Rodríguez-Mourullo Cid-Harguindey  
5º E-3 C  
Derecho Mercantil

Tutor: Adela Gómez Alonso

Madrid  
Marzo 2025

## ÍNDICE

|   |    |
|---|----|
| <b>LISTADO DE ABREVIATURAS</b> .....  | 4  |
| INTRODUCCIÓN.....   | 5  |
| 1. JUSTIFICACIÓN DE INTERÉS Y OBJETIVOS PERSEGUIDOS.....  | 5  |
| 2. METODOLOGÍA DE TRABAJO.....  | 6  |
| CAPÍTULO I. CONTROL DE CONCENTRACIONES EMPRESARIALES.....   | 7  |
| 1. LEGISLACIÓN DE COMPETENCIA EN MATERIA DE CONTROL DE<br>CONCENTRACIONES.....  | 7  |
| <b>1.1. Evolución de la regulación del control de concentraciones</b> .....   | 7  |
| <b>1.2. Legislación actual en materia control de concentraciones. Objetivos de la<br/>        normativa</b> .....   | 10 |
| 2. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA DE CONCENTRACIONES ECONÓMICAS<br>SUJETAS A CONTROL EN EL DERECHO DE LA COMPETENCIA DE LA<br>UNIÓN EUROPEA.....                      | 11 |
| <b>2.1. ¿Qué es una “concentración” de empresas?</b> .....  | 11 |
| <b>2.2. Categorías de concentraciones de empresas</b> .....   | 12 |
| 3. LOS CONCEPTOS DE “CONTROL” E “INFLUENCIA DECISIVA”.....  | 13 |
| <b>3.1. Tipos de control</b> .....  | 13 |
| 3.1.1. <i>Control exclusivo</i> .....   | 13 |
| 3.1.2. <i>Control conjunto</i> .....  | 14 |
| 4. PROCEDIMIENTO DE CONTROL DE CONCENTRACIONES ANTE LA<br>COMISIÓN EUROPEA.....   | 15 |
| <b>4.1. Por qué se regulan las concentraciones y cómo analiza Bruselas los distintos<br/>        tipos de transacciones</b> .....                           | 15 |
| 4.1.1. <i>Transacciones horizontales</i> .....  | 16 |
| 4.1.2. <i>Transacciones no horizontales</i> .....   | 17 |
| 4.1.3. <i>Empresas en participación</i> .....   | 18 |
| <b>4.2. Premisas básicas: dimensión comunitaria, notificación y remisión entre<br/>        autoridades de la competencia</b> .....                          | 18 |
| 4.2.1. <i>Dimensión Comunitaria</i> .....   | 18 |
| 4.2.2. <i>Obligación de Notificar</i> .....   | 19 |
| 4.2.3. <i>Remisión entre Autoridades de la Competencia</i> .....  | 20 |
| <b>4.3. Posibles resoluciones de la comisión ante una concentración empresarial.<br/>        Autorizaciones sujetas a compromisos y a condiciones</b> ..... | 21 |
| CAPÍTULO II. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.....   | 22 |
| 1. REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN LA<br>UNIÓN EUROPEA.....  | 22 |

|   |    |
|---|----|
| <b>1.1. Evolución de la regulación de las OPAs</b> .....  | 22 |
| <b>1.2. Legislación actual en materia de OPAs. Objetivos de la normativa</b> .....                        | 24 |
| 2. CONCEPTO Y TIPOS DE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN. ....  | 26 |
| <b>2.1. Concepto de OPA</b> .....   | 26 |
| <b>2.2. Tipos de OPAs</b> .....   | 28 |
| 2.2.1. <i>OPAs hostiles y amistosas</i> .....   | 28 |
| 2.2.2. <i>OPAs voluntarias y obligatorias</i> .....   | 29 |
| 3. ASPECTOS SUSTANCIALES Y PROCEDIMENTALES CLAVES EN LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.....             | 30 |
| <b>3.1. Autoridad supervisora y derecho aplicable en los Estados miembros</b> .....                       | 30 |
| <b>3.2. Información y publicidad de la oferta</b> .....   | 32 |
| CAPÍTULO III. CONVERGENCIA DE LA NORMATIVA DE CONTROL DE CONCENTRACIONES Y DE LA REGULACIÓN DE OPAS ..... | 34 |
| 1. ESCENARIOS DE CONVERGENCIA. LA EXCEPCIÓN A LA OBLIGACIÓN DE SUSPENSIÓN DE CONCENTRACIONES.....         | 35 |
| <b>1.1. Excepción a la obligación de suspensión</b> .....   | 37 |
| 2. EFECTOS DE LA RESOLUCIÓN EUROPEA EN MATERIA DE CONCENTRACIONES EN EL PROCEDIMIENTO DE OPA .....        | 39 |
| 3. UN CASO PARADIGMÁTICO: LA OPA DE ENEL Y ACCIONA PARA LA ADQUISICIÓN DE ENDESA .....                    | 41 |
| <b>3.1. Resumen del caso</b> .....  | 42 |
| <b>3.2. Aplicación de la normativa europea de control de concentraciones</b> .....                        | 42 |
| <b>3.3. Aplicación de la normativa de OPAs al caso</b> .....  | 44 |
| <b>3.4. Convergencia y controversia entre ambas normativas</b> .....                                      | 44 |
| <b>3.5. Conclusiones sobre el análisis de la convergencia de normativas</b> .....                         | 45 |
| CONCLUSIONES.....   | 48 |
| BIBLIOGRAFÍA .....  | 50 |
| 1. LEGISLACIÓN.....   | 50 |
| 2. JURISPRUDENCIA.....  | 52 |
| <b>2.1. Comisión Europea</b> .....  | 52 |
| <b>2.2. Tribunales nacionales y comunitarios</b> .....  | 54 |
| 3. OBRAS DOCTRINALES .....  | 55 |
| 4. RECURSOS DE INTERNET .....   | 56 |

## LISTADO DE ABREVIATURAS

|                  |   |
|------------------|---|
| CE:              | Comisión Europea  |
| CNE:             | Comisión Nacional de Energía  |
| CNMV:            | Comisión Nacional del Mercado de Valores                              |
| EEMM:            | Estados miembros  |
| <i>Ibid.:</i>    | <i>Ibidem</i> (misma obra misma página)                               |
| <i>Id.:</i>      | <i>Idem</i> (misma obra y misma página)                               |
| OPA:             | Oferta Pública de Adquisición   |
| <i>Op. cit.:</i> | <i>Opere citato (obra citada)</i>                                     |
| Tratado CECA:    | Tratado constitutivo de la Comunidad Económica del Carbón y del Acero |
| TCEE:            | Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea                |
| TFUE:            | Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea                         |
| TFG:             | Trabajo de Fin de Grado   |
| TJUE:            | Tribunal de Justicia de la Unión Europea                              |
| UE:              | Unión Europea   |
| <i>Vid.:</i>     | <i>Vide</i> (véase)   |

## INTRODUCCIÓN

### 1. JUSTIFICACIÓN DE INTERÉS Y OBJETIVOS PERSEGUIDOS

Las operaciones de concentración constituyen uno de los principales mecanismos de crecimiento de las sociedades. A través de las fusiones, adquisiciones y *joint ventures* las compañías buscan mejorar su posición en el mercado, acceder a nuevas oportunidades de negocio y obtener ventajas competitivas. En paralelo, las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAs) representan una herramienta clave para la adquisición de empresas cotizadas, permitiendo la reorganización del capital y facilitando la toma de control por parte de nuevos inversores. Hablamos por tanto de transacciones que juegan un papel significativo en el reforzamiento del tejido empresarial, la inversión y la competitividad de las economías nacionales.

Cuando una OPA constituye al mismo tiempo una concentración de empresas, se produce una convergencia entre dos ámbitos normativos diferentes, pero estrechamente relacionados: el Derecho de la Competencia, que busca evitar daños a la libre competencia mediante la creación o el reforzamiento de posiciones de dominio que puedan resultar abusivas, y la regulación del mercado de valores, cuyo objetivo es garantizar la transparencia y la equidad en transacciones como las Ofertas Públicas de Adquisición. Conviene señalar, en este punto, que el presente Trabajo de Fin de Grado (TFG) tomará como referencia normativa la legislación comunitaria en materia de OPAs y de libre competencia.

La coexistencia de ambas regulaciones afecta de forma ineludible al desarrollo de las transacciones empresariales. En efecto, las exigencias del Derecho de la Competencia tienen incidencia en la viabilidad y el desarrollo de una OPA. Por su parte, las particularidades de las Ofertas Públicas de Adquisición condicionan también la aplicación de las normas sobre control de concentraciones.

El contexto descrito plantea interrogantes ciertamente interesantes, a nuestro juicio: el exigente escrutinio de las operaciones de concentración que lleva a cabo Bruselas, ¿es capaz de preservar el entorno necesario para que prosperen las Ofertas Públicas de Adquisición? La intervención de distintas autoridades regulatorias, ¿puede generar solapamientos e incluso cierta incoherencia en las decisiones adoptadas? ¿Hasta qué punto la aplicación simultánea de normativas distintas puede afectar a la estabilidad de

los mercados, la capacidad de planificación de las empresas y su motivación para invertir y llevar a cabo futuras transacciones?

En el marco de lo anterior, el objetivo principal del presente trabajo es analizar cómo interactúan el Derecho comunitario de la Competencia y la normativa europea sobre Ofertas Públicas de Adquisición en escenarios donde una misma transacción está sujeta a ambas legislaciones. En particular:

- a. Identificar los aspectos concretos del control de concentraciones que afectan al desarrollo y la formalización de las OPAs.
- b. Abordar los mecanismos que permiten, por una parte, garantizar la libre competencia en los mercados y, por otra, preservar la agilidad, transparencia e igualdad de trato que requieren las Ofertas Públicas de Adquisición.
- c. Valorar los desafíos que presentan los escenarios de convergencia en términos de seguridad jurídica para las empresas, eficiencia en las actuaciones regulatorias y coherencia en las decisiones de las autoridades competentes.

## 2. METODOLOGÍA DE TRABAJO

Para alcanzar los objetivos propuestos se llevará a cabo, en primer lugar, un análisis de la normativa, doctrina y jurisprudencia comunitarias que regulan las OPAs y las concentraciones empresariales en la Unión Europea (UE). Este análisis proporciona el marco de encuadre que permitirá abordar, seguidamente, los escenarios de convergencia mencionados.

Asimismo, se analizará la OPA de Enel y Acciona sobre Endesa: un caso emblemático que ilustra los desafíos planteados cuando una Oferta Pública de Adquisición de valores constituye una concentración empresarial y queda, por tanto, sujeta a la supervisión de los organismos de competencia y de regulación del mercado de valores.

## CAPÍTULO I. CONTROL DE CONCENTRACIONES EMPRESARIALES

### 1. 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 de 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 UE, 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 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.

#### 1.1. 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 Comunidad Económica Europea (TCEE)<sup>3</sup>, que perseguía la creación de un mercado común a través

---

<sup>1</sup> Miranda Londoño, A. “El régimen general de la libre competencia. Características Principales. Módulo II: “Prácticas restrictivas de la competencia y competencia desleal”, *Segundo Congreso Iberoamericano de Derecho Empresarial Formas de Control, Colaboración, Competencia Empresarial y Propiedad Industrial*, Santafé de Bogotá, D.C., octubre de 1997, p. 3.

<sup>2</sup> Loma-Osorio Lerena, D., “II. Objeto y objetivos del Derecho de la Competencia 1. El bien jurídico protegido por el Derecho de la Competencia.”, *Tratado de Derecho de la competencia*, Aranzadi, 2013, España.

<sup>3</sup> Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea (Tratado de Roma), firmado en Roma el 25 de marzo de 1957, en vigor desde el 1 de enero de 1958.

de la defensa de la competencia efectiva. Por esta razón, el TCEE 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, así como en las situaciones de abuso de posición dominante<sup>4</sup>.

Sin embargo, el TCEE no hacía mención expresa al concepto de concentración empresarial, una decisión que entendemos es deliberada, ya que, en otras normas, como el Tratado CECA, constitutivo de la Comunidad Económica del Carbón y del Acero<sup>5</sup>, 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>6</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 TCEE a determinadas concentraciones económicas que pudiesen afectar al mercado de forma sustancial. Ejemplo de esta etapa es la resolución del asunto *Continental Can*<sup>7</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

---

<sup>4</sup> Artículos 85 y 86 del TCEE (actuales artículos 101 y 102 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en Lisboa el 13 de diciembre de 2007 se firmó que el TCEE pasase a ser el TFUE, en vigor desde el 1 de diciembre de 2009 (DOUE 30 de marzo de 2010) (TFUE)).

<sup>5</sup> Tratado constitutivo de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (Tratado CECA), firmado en París el 18 de abril de 1951, entrada en vigor julio de 1952.

<sup>6</sup> Miranda Serrano, L. M., y Pérez Molina, M. A., “El control de concentraciones de empresas en la Unión Europea”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 294, 2014, p. 117.

<sup>7</sup> Decisión de la Comisión Europea, de 9 de diciembre de 1971, relativa a un procedimiento de aplicación del artículo 86 del TCEE (IV/26.811 - Continental Can Company) [versión electrónica – base de datos Publicaciones de la Unión Europea] Fecha de la última consulta: 14 de octubre de 2024.

Europea (TJUE)<sup>8</sup>, pues se entendió que no se había delimitado correctamente el mercado relevante<sup>9</sup>.

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>10</sup>. Así se desencadenó la aprobación del Reglamento 4064/89<sup>11</sup> sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas<sup>12</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 TCEE 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>13</sup>. En esta nueva norma se incrementó el número de operaciones susceptibles de control por Bruselas, para evitar la vigilancia de una misma operación por distintas autoridades<sup>14</sup>.

---

<sup>8</sup> Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 21 de febrero de 1973, Asunto n. 6/72 (Europemballage Corporation y Continental Can Company Inc. contra Comisión de las Comunidades Europeas) [versión electrónica - base de datos *EUR-Lex*. ECLI:EU:C: 1973:22]. Fecha de la última consulta: 14 de octubre de 2024.

<sup>9</sup> Miranda Serrano, L. M., y Pérez Molina, M. A., *Op. Cit.*, p. 118.

<sup>10</sup> Folguera Crespo, J., Gutiérrez Hernández, A., y Arranz Fernández-Bravo, T., “Desarrollos recientes en control de concentraciones. Regulación de las participaciones minoritarias”, *ICADE Revista De La Facultad De Derecho*, n. 95, 2015, pp. 70-71.

<sup>11</sup> Reglamento (CEE) 4064/89 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

<sup>12</sup> Miranda Serrano, L. M., y Pérez Molina, M. A., *Op. cit.*, p. 119.

<sup>13</sup> Reglamento (CE) 1310/97 del Consejo, de 30 de junio de 1997, por el que se modifica el Reglamento (CEE) 4064/89, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

<sup>14</sup> Miranda Serrano, L. M., y Pérez Molina, M. A., *Op. cit.*, p. 120.

Por último, en 2001 comienza un proceso de evolución legislativa que da lugar a la promulgación del Reglamento sobre el control de las concentraciones entre empresas (Reglamento 139/2004)<sup>15</sup>, norma vigente hoy en día.

## **1.2. 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>16</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>17</sup>.

Con esa finalidad, la nueva regulación incorpora una serie de modificaciones que afectan tanto a cuestiones de procedimiento como de fondo<sup>18</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<sup>19</sup>; b) la colaboración y distribución

---

<sup>15</sup> Reglamento (CE) 139/2004 del Consejo, de 20 de enero 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas (DOUE 29 de enero de 2004).

<sup>16</sup> El Reglamento 139/2004 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) 802/2004 de la Comisión (DOUE 5 de mayo de 2023); b) las Directrices de la Comisión Europea 2004/C 31/03, sobre la evaluación de las concentraciones horizontales con arreglo al Reglamento del Consejo sobre el control de las concentraciones entre empresas, del 5 de febrero de 2004 (DOUE 5 de febrero de 2004) (Directrices horizontales); c) las Directrices de la Comisión Europea 2008/C 265/07, para la evaluación de las concentraciones no horizontales con arreglo al Reglamento del Consejo sobre el control de las concentraciones entre empresas, del 18 de octubre de 2008 (DOUE 18 de octubre de 2010) (Directrices verticales); d) el Código de Buenas Prácticas en la tramitación de los procedimientos de control de concentraciones (disponible en la página web de la Comisión Europea: <http://www.europa.eu.int/comm>.); e) varias comunicaciones interpretativas del reglamento, como la Comunicación Consolidada de la Comisión Europea sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia, realizada de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, sobre el control de las concentraciones entre empresas (DOUE 16 de abril del 2008) (Comunicación jurisdiccional de la CE).

<sup>17</sup> Para conocer en detalle los distintos factores que condujeron a la reforma de referencia, *Vid.* el Libro Verde sobre la revisión del Reglamento (CEE) núm. 4064/89 del Consejo, presentado por la Comisión de 11 de diciembre de 2001.

<sup>18</sup> Navarro Varona, E., y Baches Opi, S., “El nuevo sistema comunitario de control de concentraciones”, *Actualidad Jurídica Uribe & Menéndez*, n. 8, 2004, p. 37.

<sup>19</sup> Engra, J. C. y Rodríguez Encinas, A. “El sistema de control de concentraciones en la Unión Europea”, *Ekonomiaz: Revista vasca de economía*, n. 61, 2006, pp. 9-14.

de competencias entre Comisión y Estados miembros (EEMM)<sup>20</sup>; c) los criterios de evaluación de las transacciones notificadas<sup>21</sup>.

## 2. CONCEPTO Y TIPOLOGÍA DE CONCENTRACIONES ECONÓMICAS SUJETAS A CONTROL EN EL DERECHO DE LA COMPETENCIA DE LA UNIÓN EUROPEA

### 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>22</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<sup>23</sup>. De hecho, en términos generales, se considera suficiente un período mínimo de tres años<sup>24</sup>.

---

<sup>20</sup> *Ibid.*, pp. 15-24.

<sup>21</sup> *Ibid.*, pp. 6-8.

<sup>22</sup> Artículo 3 Reglamento 139/2004.

<sup>23</sup> Gómez Alonso, A., “Apuntes ICADE sobre Concentraciones Empresariales”, *Derecho de la Competencia y propiedad Intelectual*, año académico 2023-2024, p. 6.

<sup>24</sup> Decisiones de la Comisión Europea relativas al concepto de “duradero”: a) de 28 de junio de 1994, Asunto n. M.425 (Banco Santander y British Telecommunications); b) de 29 de julio de 1994 Asunto n. M.440 (General Electric Company/ Ente Nazionale Idrocarburi /Nuovo Pignone) c) de 15 de abril de 1996, Asunto n. M.722 (Teneo/Merryll Lynch/Bankers Trust) [versión electrónica de las decisiones - base de datos de la Comisión Europea, Refs. M.425, M.440, M.722]. Fecha de última consulta de las decisiones: 11 de noviembre de 2024.

## 2.2. Categorías de concentraciones de empresas

La normativa comunitaria contempla distintas alternativas de cambio de control: la fusión de dos o más empresas, la adquisición de control<sup>25</sup>, y las estructuras conocidas como empresas en participación o *joint ventures*<sup>26</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>27</sup>. De esta manera, los socios de las entidades que se extinguen adquieren acciones o participaciones en la sociedad resultante <sup>28</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)<sup>29</sup>. 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.

---

<sup>25</sup> Artículo 3.1 del Reglamento 139/2004.

<sup>26</sup> Artículo 3.4 del Reglamento 139/2004.

<sup>27</sup> Apartados 9 y 10 de la Comunicación jurisdiccional de la CE.

<sup>28</sup> Artículo 33 del Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea (BOE 29 de junio de 2023).

<sup>29</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p.13.

Es importante señalar que no todas las empresas en participación constituyen una concentración, sino únicamente aquellas que funcionen como entidades económicas autónomas<sup>30</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 en el mercado desempeña funciones distintas de las meramente auxiliares de las matrices y está diseñada para funcionar de forma duradera<sup>31</sup>.

### 3. 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>32</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 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<sup>33</sup>.

#### 3.1. Tipos de control

Atendiendo a la forma de desempeñar dicha influencia, podemos identificar una doble tipología de control: exclusivo o conjunto<sup>34</sup>.

##### 3.1.1. Control exclusivo<sup>35</sup>

---

<sup>30</sup> Artículo 3.4. Reglamento 139/2004.

<sup>31</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p.16.

<sup>32</sup> Artículo 3.2. Reglamento 139/2004.

<sup>33</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, pp. 19-20.

<sup>34</sup> Artículo 3.2. Reglamento 139/2004.

<sup>35</sup> Decisiones de la Comisión Europea relativas al control exclusivo: a) de 10 de diciembre de 1990, Asunto n. M.25 (Arjomani/Wiggins Teape), [Versión electrónica base de datos de *EUR-lex*, Ref. M.25]; b) de 25 de septiembre de 1992, Asunto n. M.258 (Citicorp Capital Investors Europe Limited /GTE Corporation) [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.258]; c) de 10 de junio de 2009, Asunto n. M.4994 (Electrabel/CNR) [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.4994]. Fecha de última consulta de las decisiones: 21 de noviembre de 2024.

Sentencia del Tribunal General de 12 de diciembre de 2012, asunto T-332/09 (Electrabel) [versión electrónica - base de datos del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, Ref. T-332/09]. Fecha de última consulta: 21 de noviembre de 2024.

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>36</sup>.

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<sup>37</sup>.

### 3.1.2. Control conjunto<sup>38</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)<sup>39</sup>. Ello implica que las empresas controladoras deben adoptar acuerdos por consenso<sup>40</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<sup>41</sup>.

---

<sup>36</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p. 23.

<sup>37</sup> *Ibid.*, pp. 24-25.

<sup>38</sup> Decisión de la Comisión Europea relativa al control conjunto: de 25 de febrero de 1991, Asunto n. M.17 (MBB/Aerospatiale) [Versión electrónica-base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.17]. Fecha de última consulta: 21 de noviembre de 2024.

En el mismo sentido, *Vid.* la Sentencia del Tribunal de Primera Instancia (Sala Cuarta Ampliada) de 26 de febrero de 2006, Asunto n. T-282/02 (Cementbouw Handel) [Versión electrónica-base de datos *EUR-lex*, Ref. T-282/02]. Fecha de última consulta: 21 de noviembre de 2024.

<sup>39</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p. 27.

<sup>40</sup> Gutiérrez Hernández, A. y Arranz Fernández-Bravo, T. “El control de las concentraciones económicas por las autoridades de defensa de la competencia”, *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3.ª ed., Wolters Kluwer, Madrid, 2016, p. 906.

<sup>41</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p. 28.

## 4. PROCEDIMIENTO DE CONTROL DE CONCENTRACIONES ANTE LA COMISIÓN EUROPEA

### **4.1. 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, 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<sup>42</sup>.

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<sup>43</sup>.

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<sup>44</sup>.

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

---

<sup>42</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p. 41.

<sup>43</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p. 42.

<sup>44</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p. 43.

no, de forma significativa, la competencia efectiva. En particular, si lo hace “como consecuencia de la creación o refuerzo de una posición dominante”<sup>45</sup>.

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

#### 4.1.1. *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. ¿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<sup>46</sup>.

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<sup>47</sup>.

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<sup>48</sup>. 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>49</sup>.

---

<sup>45</sup> Artículo 2 del Reglamento 139/2004. *Vid.* también, en la misma línea:

Directrices horizontales y directrices verticales.

<sup>46</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, pp. 47-48.

<sup>47</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, pp. 49-53.

<sup>48</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p. 54.

<sup>49</sup> Decisiones de la Comisión Europea: a) de 18 de enero de 2000, Asunto n. M.1630 (Air Liquide/BOC); b) de 15 de julio de 2005, asunto M.3732 (Procter & Gamble/Gillette); c) de 3 de septiembre de 2002, Asunto n. M.2609 (HP/Compaq) y d) de 14 de mayo de 2008, Asunto n. M.4854 (TomTom/Tele Atlas) (Decisión TomTom/Tele Atlas), [versiones electrónicas-base de datos de la Comisión Europea, Refs. M.1630, M.3732, M.2609, M.4854]. Fecha de última consulta de las decisiones: 22 de noviembre de 2024.

#### 4.1.2. 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<sup>50</sup>.

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>51</sup>:

- 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<sup>52</sup>. Igualmente, puede obstaculizar el acceso de los competidores al usuario final<sup>53</sup>.
- b. Por otro lado, las operaciones de conglomerado pueden generar el llamado *portfolio effect* (“efecto *portfolio*”)<sup>54</sup>. 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>55</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<sup>56</sup>.

---

<sup>50</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p. 56.

<sup>51</sup> *Ibid.*, p. 57.

<sup>52</sup> *Ibid.*, p. 61.

<sup>53</sup> Decisiones de la Comisión Europea relativas a las concentraciones verticales: a) Decisión TomTom/Tele Atlas; b) de 13 de febrero de 2012, Asunto n. M.6381 (Google/Motorola Mobility) y c) de 2 de julio de 2014, asunto M.7202 (Lenovo/Motorola Mobility), [versión electrónica de las decisiones- base de datos de la Comisión Europea, Refs. M6381 y M.7202]. Fecha de última consulta: 27 de noviembre de 2024.

<sup>54</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, p. 62.

<sup>55</sup> Decisiones relativas a las operaciones de conglomerado: a) de 3 de julio de 2001, Asunto n. M.2220 (General Electric/Honeywell) y b) de 30 de octubre de 2001, Asunto n. M.2416 (Tetra Laval/Sidel), [versión electrónica de las decisiones- base de datos de la Comisión Europea Refs. M2220 y M.2416]. Fecha de última consulta: 27 de noviembre de 2024.

<sup>56</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, pp. 59-60.

#### 4.1.3. Empresas en participación

Por último, la CE 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* (“efectos de transmisión”): 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<sup>57</sup>. 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>58</sup>.

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

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.

#### 4.2.1. 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: a) el volumen de negocios mundial del conjunto de los partícipes sea superior a 5000 millones de euros, y b) el volumen a nivel comunitario de al menos dos empresas individualmente sobrepase los 250 millones. Además, se amplía

---

<sup>57</sup> Gómez Alonso, A., *Op. cit.*, pp. 64-65.

<sup>58</sup> Decisiones de la Comisión Europea relativas a las operaciones de *joint venture*: a) de 13 de octubre de 1999, Asunto n. JV.2 (Telia/Telenor/Schibsted) y b) de 30 de septiembre de 1999, Asunto n. JV.22 (Fujitsu/Siemens), [versión electrónica de las decisiones- base de datos de la Comisión Europea Refs. JV.2 y JV.22]. Fecha de última consulta: 27 de noviembre de 2024.

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>59</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>60</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>61</sup>.

En resumen, además del criterio cualitativo, que requiere que una operación constituya una concentración económica, se instaura un segundo criterio, de carácter cuantitativo, para someter a supervisión una transacción entre empresas<sup>62</sup>.

#### *4.2.2. 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. La notificación debe efectuarse en cuanto se haya concluido el acuerdo, anunciado la oferta pública de adquisición o adquirido una participación de control<sup>63</sup>.

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>64</sup>.

---

<sup>59</sup> Artículo 1.3 Reglamento 139/2004.

<sup>60</sup> Artículo 1.3 Reglamento 139/2004.

<sup>61</sup> Apartado 124 de la Comunicación jurisdiccional de la CE.

<sup>62</sup> Miranda Serrano, L. M., y Pérez Molina, M. A., *Op. cit.*, p. 121.

<sup>63</sup> Artículo 4.1 Reglamento 139/2004.

<sup>64</sup> Artículo 4.2 Reglamento 139/2004.

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

Junto a lo anterior, es importante abordar un instrumento que asegure 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>65</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>66</sup>. Además, la normativa comunitaria hace hincapié en el hecho de que los Estados solo pueden tomar aquellas medidas que sean estrictamente necesarias para preservar o restaurar la competencia efectiva en el mercado en cuestión<sup>67</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>68</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>69</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.

---

<sup>65</sup> Artículo 9 del Reglamento 139/2004.

<sup>66</sup> Artículo 9.2 del Reglamento 139/2004.

<sup>67</sup> Artículo 9.8 del Reglamento 139/2004.

<sup>68</sup> Artículo 22.1 del Reglamento 139/2004.

<sup>69</sup> Artículo 22.5 del Reglamento 139/2004.

### **4.3. 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: a) que no se trata de una concentración a la que deba aplicarse el Reglamento 139/2004 o b) 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>70</sup>:

- 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.

---

<sup>70</sup> Artículo 8 Reglamento 139/2004.

## CAPÍTULO II. OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN

### 1. REGULACIÓN DE LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN EN LA UNIÓN EUROPEA

Las Ofertas Públicas de Adquisición 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.

#### 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>71</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>72</sup>. Esta disposición se centra en la defensa del principio

---

<sup>71</sup> Sánchez Calero, F. “Introducción”, *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS)*, 1ª (ed.), Civitas-Thomson Reuters (Legal) Limited, Aranzadi, Pamplona, 2009, Sección III. Proceso de formación de la Directiva 2004/25/CE, A. Necesidad de un régimen armonizado de las OPAs [versión electrónica - Aranzadi La Ley, disponible en: [https://legalteca-aranzadilaley-es.eu1.proxy.openathens.net/my-reader/10005843\\_00000000\\_0?fileName=161150821.html&location=pi-367&publicationDetailsItem=SystematicIndex](https://legalteca-aranzadilaley-es.eu1.proxy.openathens.net/my-reader/10005843_00000000_0?fileName=161150821.html&location=pi-367&publicationDetailsItem=SystematicIndex)]. Fecha de última consulta: 3 de diciembre de 2024.

<sup>72</sup> (*WpÜG*) Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (Ley de Adquisición y Oferta de Valores - Takeover Act), adoptada el 20 de diciembre de 2001 (publicada en el Boletín Federal Alemán el 27 de diciembre de 2001). Norma bajo supervisión de la Autoridad Federal de Supervisión Financiera (*Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht*, BaFin).

de igualdad de todos los accionistas o socios de una compañía, además de hacer hincapié en la importancia de garantizar la transparencia de los distintos elementos de la operación, entre ellos el precio<sup>73</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>74</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 grandes compañías norteamericanas<sup>75</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 TCEE, esta propuesta pone de manifiesto la necesidad de: a) que cada Estado miembro designe una autoridad de supervisión de este tipo de operaciones; b) 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 c) 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

---

<sup>73</sup> Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, *Public Takeovers in Germany*, febrero 2017, p. 2, [versión electrónica- disponible en: <https://www.freshfields.de/globalassets/public-takeovers-in-germany.pdf>]. Fecha de última consulta: 15 de diciembre de 2025.

<sup>74</sup> *The City Code on Takeovers and Mergers* (Código de la Ciudad sobre Ofertas y Fusiones), publicada el 19 de abril de 1985 en formato de hojas sueltas (Reino Unido).

<sup>75</sup> Sánchez Calero, F., *Op. cit.*, “Capítulo I. Introducción: Sección III. Proceso de formación de la Directiva 2004/25/CE, A. Necesidad de un régimen armonizado de las OPAs”.

Europea sobre la realización del mercado interior<sup>76</sup> que Bruselas tomó la decisión de adoptar una normativa que abordase, a nivel comunitario, las Ofertas Públicas de Adquisición<sup>77</sup>.

Fueron tres las propuestas de Directiva presentadas<sup>78</sup>. Únicamente prosperó la última de ellas, que dio origen a la Directiva 2004/25/CE<sup>79</sup> relativa a las ofertas públicas de adquisición, que hoy en día 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 derechos de voto. Finalmente se introdujo la posibilidad de que la aplicación de estas disposiciones fuese opcional para los EEMM.

## **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>80</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

---

<sup>76</sup> Libro Blanco para la realización del mercado interior, presentado por la Comisión Europea al Consejo, en Milán, 28-29 de junio de 1985.

<sup>77</sup> Sánchez Calero, F., *Op. cit.*, “Capítulo I. Introducción: Sección III. Proceso de formación de la Directiva 2004/25/CE, A. Necesidad de un régimen armonizado de las OPAs”.

<sup>78</sup> Propuesta de decimotercera Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo en materia de Derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición, de la Comisión Europea, de 1988 (Propuesta 1). Propuesta de decimotercera Directiva del Parlamento europeo y el Consejo en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición, de la Comisión Europea, 1995 (Propuesta 2). Propuesta modificada de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición, 2002.

<sup>79</sup> Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, sobre ofertas públicas de adquisición (DOUE, 30 de abril de 2004) (Directiva 2004/25/CE).

<sup>80</sup> Sánchez Calero, F., *Op. cit.*, “Capítulo I. Introducción: Sección I. Función económica de las OPAs, A. Incidencia del principio de igualdad de trato de los accionistas”.

las empresas e incluso los consumidores<sup>81</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.

- b. 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.
- c. 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>82</sup>.
- d. 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<sup>83</sup>: a) la igualdad de todos los accionistas de la empresa; b) la actuación de los administradores en defensa de los intereses de la sociedad; c) la puesta a disposición de los accionistas de información suficientemente amplia que les permita tomar decisiones fundadas; d) la exigencia de no falsear los precios

---

<sup>81</sup> Aparicio Roqueiro, C. L., *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*, Comisión Nacional del Mercado de Valores, Departamento de Estudios y Estadísticas, Monografía n.º 20, febrero de 2007, p. 11.

<sup>82</sup> Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, "La regulación de OPAs: tema de debate en la UE y en España", *Revista de la Bolsa de Madrid*, n.º 10, octubre de 2002, p. 13.

<sup>83</sup> Artículo 3 Directiva 2004/25/CE.

de los valores de la sociedad; e) la obligación de que el oferente se encuentre en condiciones de hacer frente a la oferta antes de lanzarla y f) 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>84</sup>. Concretamente, a través de: a) la Ley 6/2007, de 12 de abril<sup>85</sup> y b) el Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores<sup>86</sup>.

## 2. CONCEPTO Y TIPOS DE OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN.

### 2.1. Concepto de OPA

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>87</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>88</sup>.

---

<sup>84</sup> Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores (BOE 29 de julio de 1988).

<sup>85</sup> Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores (BOE 13 de abril de 2007).

<sup>86</sup> Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007) (Real Decreto 1066/2007).

<sup>87</sup> Artículo 2.1 Directiva 2004/25/CE.

<sup>88</sup> Sánchez Andrés, A., “OPA, Concepto, función económica y sistemas de ordenación”, *Estudios y Comentarios Legislativos. Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Civitas-Aranzadi, 2008, p. 1 (de 2 páginas de apartado).

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 además 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.

En este contexto, es interesante señalar que la normativa europea de mercado de valores no concreta el concepto de control, a pesar de mencionarlo numerosas ocasiones. Si acudimos a la regulación sobre Ofertas Públicas de Adquisición de algunos Estados Miembros, como España o Alemania, se observa una situación similar.

En España se presume que una persona física o jurídica adquiere el control de una sociedad, y por tanto debe lanzar una OPA obligatoria, cuando alcanza de forma directa o indirecta, un porcentaje de derechos de votos igual o superior al 30%. O bien cuando, siendo menor el porcentaje adquirido, este le permita designar, en los dos años siguientes, la mitad o más de los miembros del órgano de administración<sup>89</sup>.

Por su parte, en Alemania la regulación es similar: la normativa sobre Ofertas Públicas de Adquisición<sup>90</sup> considera que una persona o entidad adquiere el control de una sociedad cotizada cuando alcanza o supera el 30% de los derechos de voto<sup>91</sup>.

---

<sup>89</sup> Artículos 3 y 4 Real Decreto 1066/2007.

<sup>90</sup> (WpÜG).

<sup>91</sup> § 29(2) WpÜG.

En estos supuestos, como en muchos otros Estados Miembros, se presume la adquisición de control sobre una compañía cuando se alcanza un determinado porcentaje de derechos de voto, pero, aun así, no se precisa el concepto de control.

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

## **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.

### *2.2.1. OPAs hostiles y amistosas*<sup>92</sup>

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: a) el interés social, que se puede definir como el interés conjunto de los socios y de la sociedad; b) 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 c) 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

---

<sup>92</sup> Tapia Hermida, A. J., “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, pp.15-16 (disponible en el archivo institucional EPrints Complutense: <http://www.ucm.es/eprints>., última consulta, 15 de diciembre de 2024).

determinadas obligaciones dirigidas al órgano de administración o dirección de la compañía<sup>93</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 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.

### *2.2.2. 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>94</sup>. El porcentaje concreto de derechos de voto que determina la adquisición de control se deja a la discrecionalidad de los EEMM<sup>95</sup>.

En cuanto a las exigencias concretas de una oferta obligatoria, ésta 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 los EEMM. Este intervalo de tiempo deberá ser de, al menos, seis meses y no podrá exceder los doce meses, antes de la realización de la oferta<sup>96</sup>. Por último, la parte adquirente de los valores que constituyan una participación

---

<sup>93</sup> Artículo 9 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>94</sup> Artículo 5.1 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>95</sup> Artículo 5.3 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>96</sup> Artículo 5.4 de la Directiva 2004/25/CE.

de control puede ser una única persona física o jurídica, o varias actuando de forma conjunta<sup>97</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>98</sup>. Asimismo, prevé<sup>99</sup> 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>100</sup>.

### 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.

#### **3.1. Autoridad supervisora y derecho aplicable en los Estados miembros**

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

---

<sup>97</sup> Artículo 5.1 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>98</sup> Artículo 2.1 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>99</sup> Artículo 5.2 de la Directiva 2004/25/CE.

<sup>100</sup> Sánchez Calero, F., *Op. cit.*, “Capítulo V: Otros supuestos de ofertas públicas de adquisición. Sección II. Ofertas Voluntarias, A. Su régimen en la Directiva”.

Nacional del Mercado de Valores (CNMV) es un organismo público, pero el *Panel on Takeovers and Mergers (Panel)* británico es de carácter privado<sup>101</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>102</sup>. Los órganos de referencia deben asegurar la aplicación efectiva y uniforme de la Directiva comunitaria<sup>103</sup>, así como de cualquier norma nacional en materia de OPAs.

Igualmente, la Directiva prevé<sup>104</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>105</sup>. Con ello se protege la confidencialidad en los procedimientos de supervisión, un valor especialmente importante en las operaciones de mercados de valores.

---

<sup>101</sup> Sánchez Calero, F., *Op. cit.*, “Capítulo II: Concepto y ámbito de aplicación del régimen de las OPAS. Sección VI: Ámbito de aplicación del régimen de las OPAs y referencia a la ley aplicable conforme a derecho comunitario, B. Trascendencia que se Refleja en la Directiva de la Determinación de la Autoridad Supervisora de la Operación”.

<sup>102</sup> Artículo 4.1 Directiva 2004/25/CE.

<sup>103</sup> Artículo 4 Directiva 2004/25/CE.

<sup>104</sup> Artículo 4.2.a Directiva 2004/25/CE.

<sup>105</sup> Artículo 4.3 Directiva 2004/25/CE.

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 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>106</sup>.

Finalmente, la legislación europea<sup>107</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>108</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.

### **3.2. 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.

---

<sup>106</sup> Artículo 4.4 Directiva 2004/25/CE.

<sup>107</sup> Artículo 4.5 Directiva 2004/25/CE.

<sup>108</sup> Artículo 3.1. Directiva 2004//25/CE.

También se deben especificar las condiciones de la oferta y las intenciones del oferente respecto a la futura situación laboral de los empleados de la sociedad afectada<sup>109</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>109</sup> Artículo 6 Directiva 2004/25/CE.

### **CAPÍTULO III. CONVERGENCIA DE LA NORMATIVA DE CONTROL DE CONCENTRACIONES Y DE LA REGULACIÓN DE OPAS**

La regulación de las operaciones corporativas en la UE presenta ciertos ámbitos que están interrelacionados, como es el caso del régimen de Ofertas Públicas de Adquisición y el control de concentraciones empresariales. A pesar de que estos dos sistemas de regulación nacen con objetivos distintos, su interacción se manifiesta de manera clara en aquellos casos en los que una operación iniciada a través de una OPA desencadena una concentración empresarial que requiere evaluación conforme al Derecho comunitario de la Competencia.

Tal y como se mencionó en los capítulos anteriores, el sistema de OPAs fue creado para asegurar la transparencia y el trato justo entre accionistas en aquellas transacciones donde el comprador aspira a tener el control sobre una empresa. En cambio, el control de concentraciones empresariales basado en el Derecho de la Competencia condiciona o impide aquellas operaciones que puedan dañar la competencia efectiva en el mercado, particularmente mediante la creación o el reforzamiento de una posición de dominio. Esta confluencia de regímenes crea un ambiente de regulación complejo, donde las particularidades específicas de una transacción pueden determinar la necesidad de satisfacer las demandas de ambas normativas.

Este capítulo explora cómo las OPAs pueden dar lugar a operaciones que el Derecho de la Competencia considera “concentraciones” empresariales y las consecuencias legales que de ello derivan. Mediante un estudio de los puntos de convergencia y las potenciales tensiones entre ambas regulaciones, se pretende proporcionar una perspectiva completa de las obligaciones que las partes involucradas deben asumir, además de las herramientas que el marco legal europeo posee para asegurar tanto la salvaguarda de los derechos personales de los accionistas como la protección de la competencia en el Mercado Interior.

## 1. ESCENARIOS DE CONVERGENCIA. LA EXCEPCIÓN A LA OBLIGACIÓN DE SUSPENSIÓN DE CONCENTRACIONES

Pasamos seguidamente a identificar los distintos escenarios en los que pueden converger, o no, las dos normativas. Efectivamente, no todas las OPAs están sujetas al escrutinio de la CE y no todas las transacciones que entran en el ámbito de control de Bruselas se materializan a través de OPAs o surgen a raíz de la obligación de formular una OPA<sup>110</sup>:

- a. El primer escenario son las Ofertas Públicas de Adquisición, voluntarias o de obligada formulación por superar los umbrales normativos aplicables a nivel comunitario, que no son susceptibles de regulación por parte de Bruselas. Ello se debe a que, o bien no se ha producido un cambio duradero de control en la empresa objetivo (es decir, no hay “concentración”) o bien, habiéndose producido, carecen de “dimensión comunitaria” (*Vid.* el Capítulo I) y por tanto las transacciones no se tienen que notificar al ejecutivo europeo. Estamos, por tanto, ante un escenario de no convergencia.
- b. En sentido contrario, existen operaciones susceptibles de supervisión por la CE, pues presentan dimensión comunitaria e implican un cambio de control duradero, que no derivan de una OPA, sino de otros mecanismos como la adquisición de activos de una empresa o las fusiones. Ningún sujeto adquiere el porcentaje de derechos de voto necesarios para que se exija la formulación de una Oferta Pública de Adquisición. Como en el supuesto anterior, tampoco en este caso convergen las normativas de constante referencia.
- c. Por último, a los efectos del presente Trabajo, cobran especial importancia los supuestos en los que, adquiriéndose acciones mediante una OPA, se adquiere el control de una empresa y ello genera una situación que debe notificarse al ejecutivo comunitario. A diferencia de los supuestos anteriores, este es un escenario en el que convergen el control comunitario de concentraciones y la normativa europea de OPAs. Nuestro análisis se centrará, precisamente, en las operaciones de concentración con dimensión comunitaria que se materializan a través de OPAs voluntarias o que nacen de la obligación de formular una OPA.

---

<sup>110</sup> Vidal Martínez, P., “El control de las concentraciones económicas y las ofertas públicas de adquisición de valores: comentario al artículo 26 del Real Decreto 1066/2007”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n. 7, Sección Análisis, segundo semestre de 2010, p. 187.

Es interesante observar que, aun sin alcanzar el umbral establecido para las OPAs obligatorias, es posible adquirir el control estable de una empresa mediante una Oferta Pública de Adquisición voluntaria. Dicha oferta, puede a su vez, constituir una concentración empresarial conforme a la normativa europea de competencia, situación que suele producirse cuando concurren determinadas circunstancias, como la existencia de un accionariado muy disperso y poco activo. En estos casos, una OPA que se realiza de forma voluntaria por no alcanzarse el límite fijado por la normativa del mercado de valores podría, no obstante, generar una restricción significativa de la competencia en el mercado<sup>111</sup>.

Al tratarse de supuestos en los que se aplican distintas normativas, puede generarse inseguridad jurídica debido a la complejidad y la multiplicidad de obligaciones que deben cumplirse. Por ello, resulta fundamental garantizar una adecuada coordinación entre ambas regulaciones, minimizando conflictos y asegurando la coherencia en los procedimientos.

Cuando se analiza la forma en la que las legislaciones gestionan las operaciones donde convergen ambos fenómenos, llama la atención que el marco normativo europeo sobre OPAs no hace referencia a las concentraciones empresariales y a su control por parte de la Comisión Europea. Por el contrario, la principal norma de control de concentraciones, el Reglamento 139/2004, sí prevé la posibilidad de que una concentración provenga de una Oferta Pública de Adquisición de Valores, articulando algunas reglas de aplicación a estos supuestos.

De acuerdo con lo manifestado en capítulos previos, las OPAs son una de las formas en las que un agente del mercado puede generar un cambio de control duradero en la empresa objetivo, dando lugar así una concentración empresarial. De esta forma, la normativa europea de control de concentraciones prevé que, siempre que se anuncie la formulación de una Oferta Pública de Adquisición, deberá comunicarse a la Comisión Europea si la operación puede dar lugar a una concentración de dimensión comunitaria. Incluso puede

---

<sup>111</sup> Vara de Paz, N., "Las ofertas públicas de adquisición de valores y el control de las concentraciones económicas.", *Revista de Derecho Bancario*, n. 111, 2008, p. 66.

comunicarse antes de que la oferta sea formulada, en el momento en el que se haga pública la intención de realizar una OPA<sup>112</sup>.

En el marco de lo anterior, hay una disposición particularmente relevante para los supuestos objeto de análisis. Se trata del artículo 7 del Reglamento 139/2004, que prevé el régimen de suspensión de las operaciones de concentración.

### **1.1. Excepción a la obligación de suspensión**

La legislación de referencia prohíbe, con carácter general, ejecutar una concentración de dimensión comunitaria hasta el momento en el que la Comisión comunique a los interesados que resulta compatible con el mercado común, con o sin condiciones. Es decir, existe una obligación de suspensión de todas aquellas transacciones que entren dentro del ámbito de aplicación de la normativa comunitaria de control de concentraciones.

El punto clave de dicha obligación es que se encuentra matizada, en el mismo artículo, para las Ofertas Públicas de Adquisición: si la concentración procede de una OPA u operaciones similares su formalización no tiene porqué suspenderse, siempre y cuando se cumplan ciertos requisitos:

- a. la oferta debe ser comunicada sin demora a la Comisión.
- b. el adquirente de los títulos no debe ejercer los derechos de voto inherentes a los mismos hasta que Bruselas decida sobre la compatibilidad<sup>113</sup> de la operación, salvo si se trata de salvaguardar el valor de la inversión que se ha llevado a cabo<sup>114</sup>.

El motivo por el cual la regla general no aplica en el caso de las OPAs es la rapidez que requieren este tipo de transacciones, no compatible con la suspensión de las concentraciones empresariales<sup>115</sup>.

---

<sup>112</sup> Artículo 4.1. Reglamento 139/2004.

<sup>113</sup> Artículo 7.2.a) Reglamento 139/2004.

<sup>114</sup> Artículo 7.2.b) Reglamento 139/2004.

<sup>115</sup> Vara de Paz, N., *Op. Cit.*, p. 75.

Para poder beneficiarse de la excepción, el comprador necesita una dispensa de la CE que esta institución puede conceder, denegar e incluso someter al cumplimiento de condiciones<sup>116</sup>. Se trata de una medida que pretende, únicamente, proteger el valor de la compra del adquirente en situaciones en las que puedan tomarse decisiones que le perjudiquen, como por ejemplo una OPA hostil<sup>117</sup>. Bruselas decidirá atendiendo a los intereses de las partes y al mantenimiento de la competencia efectiva en el mercado<sup>118</sup>, protegiéndose en la medida de lo posible la validez de las operaciones<sup>119</sup>. Se entiende, por tanto, que no podrán tomarse decisiones que afecten a la estrategia competitiva de la empresa hasta que el ejecutivo comunitario no autorice la transacción.

Asimismo, es interesante señalar que la excepción de referencia aplica también a determinadas adquisiciones de títulos admitidos a negociación en los mercados, a través de las cuales se adquiere el control de varios vendedores (control entendido en los términos explicados en el Capítulo I)<sup>120</sup>. Esto significa que:

- a. la suspensión no afecta a las transacciones previas a la formulación de una OPA, que pueden generar la obligación de formularla a posteriori. De hecho, la normativa comunitaria pretende hacer referencia a los supuestos de adquisición de varios paquetes de acciones que confieran el control sobre una empresa, siempre que se adquieran de distintos accionistas<sup>121</sup>.
- b. si se tratase de un único vendedor, aplicaría el régimen general de suspensión<sup>122</sup>.

La aplicación de la excepción no está exenta de controversia. El motivo es que, en ocasiones, se emplea el citado artículo 7 en transacciones a través de las cuales se adquieren valores mobiliarios en actos diferentes, sin alcanzar el umbral de control de las OPAs obligatorias ni generar una concentración de empresas. Por ello, se aplica la suspensión cuando *a posteriori* surge la obligación de formular una OPA y la Comisión

---

<sup>116</sup> Artículo 7.3. Reglamento 139/2004.

<sup>117</sup> Vara de Paz, N, *Op. cit.*, p. 76.

<sup>118</sup> Artículo 7.3. Reglamento 139/2004.

<sup>119</sup> Considerando 34 Reglamento 139/2004.

<sup>120</sup> Artículo 7.2 Reglamento 139/2004.

<sup>121</sup> Vidal Martínez, P., *Op. cit.*, p. 199.

<sup>122</sup> Decisión de la Comisión Europea, de 21 de septiembre de 2007, Asunto n. M.4730 (Yara/Kemira GrowHow), [versión electrónica-base de datos *EUR-lex* Ref. M.4730]. Fecha de última consulta: 3 de enero de 2025.

considera que, por ser actos escalonados y cercanos en el tiempo, las compras de paquetes pequeños de acciones son también parte de la concentración que surge de la posterior OPA. No existe un criterio concreto sobre qué se considera un plazo razonablemente corto entre transacciones y, en general, este tipo de supuestos suelen generar una cierta inseguridad jurídica.

Finalmente, cabe señalar que la excepción a la obligación de suspensión es el principal instrumento para gestionar las situaciones en las que una OPA da lugar a una concentración empresarial, sin que exista una desarrollada legislación al respecto.

## 2. EFECTOS DE LA RESOLUCIÓN EUROPEA EN MATERIA DE CONCENTRACIONES EN EL PROCEDIMIENTO DE OPA

La resolución de la Comisión Europea sobre una concentración puede impactar directamente en el desarrollo de una OPA, ya sea aprobando, bloqueando o imponiendo condiciones para su realización. Este análisis abordará las implicaciones legales, económicas y estratégicas de estas resoluciones, así como su efecto en el curso de las negociaciones y en las decisiones de las partes involucradas en la operación.

Si Bruselas estima que la Oferta Pública de Adquisición es compatible con el mercado común y adopta una decisión de autorización, sin ningún tipo de condiciones, podrán ejercitarse los derechos de voto inherentes a las acciones adquiridas. De esta forma, si no había dispensa previa, los efectos suspensivos de la concentración desaparecen y la oferta será por tanto definitiva<sup>123</sup>.

La Comisión puede también sujetar la OPA al cumplimiento de determinadas condiciones para neutralizar o mitigar los riesgos anticompetitivos de la transacción. En ese caso, la suspensión de derechos de voto puede levantarse o matizarse, en función de las exigencias impuestas para proteger la competencia efectiva en los mercados.

Por último, Bruselas puede denegar la autorización de la operación, declarando que es incompatible con el mercado común. En este contexto, si la Comisión concluye que una concentración ya ejecutada, como sucede en el caso de las OPAs, supone un riesgo no asumible para la competencia, podrá, junto con las multas correspondientes, exigir que

---

<sup>123</sup> Vara de Paz, *Op. cit.*, p. 78.

las empresas disuelvan la concentración y vendan las acciones adquiridas, o imponer cualquier otra medida que reestablezca la situación previa a la ejecución de la concentración a través de una OPA<sup>124</sup>. En esos casos, lo habitual es que el oferente se vea obligado a enajenar solo las acciones que le lleven a tener una participación de control, a pesar de que la Comisión esté facultada para ordenar la enajenación de todas las acciones que sean propiedad del adquirente<sup>125</sup>.

La disolución de la concentración suele resultar inconveniente, teniendo en cuenta que la venta de las acciones ya adquiridas en el proceso de OPA, al ser de carácter obligatorio, tiende a realizarse en condiciones muy desventajosas. Estos obstáculos podrían evitarse si, en lugar de levantarse la suspensión para el caso de las OPAs, estas debieran paralizarse ante el riesgo de que la operación constituya una concentración susceptible de control. El problema, tal y como se expone anteriormente, es que las particularidades de los procedimientos de Ofertas Públicas de Adquisición, así como la celeridad necesaria en las actuaciones, presentan exigencias contrarias a la suspensión<sup>126</sup>.

Otro aspecto relevante es la divergencia de plazos entre el cierre de una OPA y la resolución de Bruselas, ya que puede suceder que la decisión se emita antes o después de la formalización de la OPA. Ello dependerá, por una parte, del momento en el que se notifique la transacción (si se realiza en una etapa preliminar del proceso de OPA o una vez formalizada la oferta) y, por otra parte, de la complejidad del procedimiento de supervisión por parte de la CE.

Cuando la decisión de la Comisión es negativa, sus efectos sobre la OPA dependerán del momento en el que se adopte la resolución: antes o después de la compra de las acciones. Si la Comisión decide antes, la operación no se llegará a formalizar y la disolución de la concentración no será necesaria, pero si la resolución llega después, aplica todo lo explicado anteriormente sobre la disolución.

---

<sup>124</sup> Artículo 8.4 Reglamento 139/2004.

<sup>125</sup> Vara de Paz, N., *Op. cit.*, p. 80.

<sup>126</sup> *Id.*

Un ejemplo de lo anterior sería el supuesto en el que se declara incompatible con el mercado común una OPA publicada pero pendiente de ser ejecutada, ya que se incluye una condición suspensiva relativa a la consecución de las autorizaciones necesarias. En este escenario, la oferta sí podría ser retirada<sup>127</sup> pues se entiende que, o bien se encuentra en una fase muy preliminar, o la intención de las partes es condicionarla a la resolución administrativa de la Comisión<sup>128</sup>.

En todo caso, la normativa europea de competencia<sup>129</sup> trata de asegurar la irrevocabilidad de las Ofertas Públicas de Adquisición a fin de dar seguridad a sus aceptantes. Es por esto por lo que, aunque la Comisión ordene la disolución tras haberse ejecutado una OPA, se respeta la validez de las transacciones que ya se han llevado a cabo, debiendo asumir los oferentes los costes y riesgos de la disolución de la concentración<sup>130</sup>.

### 3. UN CASO PARADIGMÁTICO: LA OPA DE ENEL Y ACCIONA PARA LA ADQUISICIÓN DE ENDESA

El caso de la adquisición de Endesa por parte de Acciona y Enel, en 2007, constituye uno de los ejemplos más ilustrativos de la interacción entre las normativas sobre OPAs y el control de concentraciones en el ámbito europeo. Esta operación, además de ser un ejemplo paradigmático de una transacción corporativa compleja, subraya las tensiones y desafíos regulatorios que surgen cuando las normativas nacionales se enfrentan a los principios de competencia y libre mercado que rigen en la Unión Europea.

El análisis de este caso resulta particularmente interesante para el presente Trabajo, ya que permite aplicar los conceptos tratados en el presente y en los anteriores capítulos en un contexto práctico. Además, favorece la comprensión de las ideas explicadas y permite llegar a unas conclusiones que encajan perfectamente en el objeto del TFG.

---

<sup>127</sup> Artículo 13.1 de la Propuesta 1 y Propuesta 2.

<sup>128</sup> Vara de Paz, N., *Op. cit.*, p. 62.

<sup>129</sup> Considerando 34 Reglamento 139/2004.

<sup>130</sup> Vara de Paz, N., *Op. cit.*, p. 63.

### 3.1. Resumen del caso

La adquisición de Endesa, una de las principales energéticas de España y de la UE, se llevó a cabo mediante una OPA lanzada por Acciona y Enel. La operación se inició en 2007, cuando ambas compañías formalizaron su intención de hacerse con el control conjunto de la empresa objetivo mediante la compra de más del 50% de sus acciones<sup>131</sup>. El propósito de la transacción era reforzar la posición de Acciona y Enel en el mercado energético europeo, mediante la integración de las capacidades de Endesa en generación, distribución y suministro de electricidad y gas. Desde el inicio, la operación planteó desafíos regulatorios significativos debido a su dimensión y posible impacto sobre la competencia en los mercados energéticos nacional y comunitario.

En España, la Comisión Nacional de Energía (CNE) intervino para imponer condiciones destinadas a proteger los intereses nacionales, entre otras: la seguridad de suministro energético y el mantenimiento de las operaciones estratégicas de Endesa en territorio español, así como el cumplimiento de compromisos de inversión en infraestructuras energéticas.

Por su parte, Bruselas consideró que la operación era una concentración de dimensión comunitaria debido al volumen de negocios de las empresas implicadas y su impacto potencial en varios Estados miembros. Por ello, fue notificada a la Comisión Europea, que analizó la transacción a la luz del Reglamento CE 139/2004 para determinar si podía generar o reforzar una posición dominante en el mercado.

### 3.2. Aplicación de la normativa europea de control de concentraciones

La Comisión asumió las competencias para evaluar la operación tras determinar que constituía una concentración con dimensión comunitaria. Efectivamente, la transacción suponía una modificación duradera en la estructura de control de Endesa que alcanzaba los umbrales de facturación establecidos por la normativa aplicable<sup>132</sup>:

---

<sup>131</sup> ACCIONA, S.A. y ENEL ENERGY EUROPE S.r.L., *Hecho Relevante sobre la oferta pública de adquisición de ENDESA, S.A.*, comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 11 de abril de 2007 (versión electrónica disponible en: <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=CpCfkl2HdVIdeszHIYQwdynoVWDFesgkpo6eZDnmbdpma3phc%2fKDDGHMm719fO0VE>). Fecha de última consulta: 5 de marzo de 2025).

<sup>132</sup> Artículos 1 y 3 Reglamento 139/2004.

- a. El volumen de negocio global de Enel, Acciona y Endesa, a nivel mundial, superaba los 5.000 millones de euros.
- b. Tanto Enel como Acciona tenían un volumen de negocio superior a los 250 millones de euros a nivel comunitario. Además, ninguna de ellas realizaba más de dos tercios de dicho volumen en un solo Estado miembro, al tratarse de compañías que operan a nivel global y con presencia en múltiples países.

Tras un análisis exhaustivo, la Comisión concluyó que la operación no obstaculizaría de manera significativa la competencia efectiva en el Espacio Económico Europeo ni en una parte sustancial del mismo. En consecuencia, declaró la transacción compatible con el mercado común<sup>133</sup>.

Para llegar a esta conclusión Bruselas evaluó los siguientes aspectos clave:

- a. La Comisión delimitó como mercado relevante de producto y geográfico el sector energético en España, que era el Estado miembro principalmente afectado por la operación. Esta definición incluía generación y suministro mayorista de electricidad, transmisión, distribución y suministro minorista<sup>134</sup>.
- b. Se verificó que las actividades de Enel, Acciona y Endesa no generaban solapamientos significativos que pudieran alterar la estructura competitiva de los mercados afectados.
- c. La CE analizó si la concentración podía dar lugar a una posición dominante o reducir significativamente la competencia efectiva, concluyendo que existían suficientes competidores activos y que las barreras de entrada en los mercados relevantes no eran elevadas, lo cual mitigaba los riesgos competitivos.
- d. También se tuvo en cuenta que la operación no restringiría el acceso al mercado ni crearía obstáculos significativos para los competidores actuales o potenciales<sup>135</sup>.

---

<sup>133</sup> Decisión de la Comisión Europea, de 5 de julio de 2007, Asunto n. M.4685 (Enel/Acciona/Endesa), [versión electrónica- disponible en base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.4685]. Fecha de la última consulta: 5 de marzo de 2025, (Decisión de la CE sobre compatibilidad).

<sup>134</sup> Apartados 13-25 Decisión de la CE sobre compatibilidad.

<sup>135</sup> Apartados 26-46 Decisión de la CE sobre compatibilidad.

### **3.3. Aplicación de la normativa de OPAs al caso**

Asimismo, la transacción estaba sujeta a la normativa reguladora de las Ofertas Públicas de Adquisición. Sobre la base de la Directiva europea aplicable<sup>136</sup>, la normativa española<sup>137</sup> preveía la necesidad de activar una OPA cuando la adquisición superaba el 25% del capital social, con derechos de voto, de la empresa objetivo. Ese era el caso en la transacción de referencia, lo cual obligaba a Enel y Acciona a formular una oferta pública para hacerse con el control de la compañía, con todas las implicaciones que esto conlleva.

Además, era necesario proteger a los accionistas minoritarios de Endesa, asegurando que todos ellos recibieran el mismo trato que los accionistas principales y tuviesen la oportunidad de vender sus acciones en condiciones justas y equitativas.

### **3.4. Convergencia y controversia entre ambas normativas**

El caso Enel/Acciona/Endesa es un claro ejemplo de cómo Bruselas gestiona la interacción de los distintos marcos regulatorios, en este caso la defensa de la competencia y la legislación de los mercados de valores, para garantizar un equilibrio entre la integración económica y la preservación de un entorno competitivo justo.

Así, ya hemos visto que la operación tuvo que lanzarse como oferta obligatoria para cumplir con la normativa española sobre OPAs y, además, al constituir una concentración empresarial con dimensión comunitaria, quedó sujeta al escrutinio del Derecho europeo de la Competencia. Es decir, la OPA fue el medio a través del cual Enel y Acciona adquirieron el control de Endesa, lo que condujo a una concentración empresarial que debía ser evaluada en términos de libre juego competitivo. De esta manera, OPA y concentración quedaron íntimamente relacionadas, debiendo interactuar las dos normativas de constante referencia para, por una parte, proteger la igualdad de trato entre accionistas y, por otra, preservar la competencia efectiva en los mercados.

---

<sup>136</sup> Directiva 2004/25/CE.

<sup>137</sup> Artículo 1 Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, (BOE 2 de agosto de 1991).

El conflicto surgió cuando la Comisión consideró que algunas de las condiciones impuestas por la CNE eran incompatibles con la normativa comunitaria<sup>138</sup>. Entre otras, la prohibición de modificar la sede y marca de Endesa, impidiendo su reorganización, o la imposibilidad de repartir dividendos si los ingresos no eran suficientes para cubrir las inversiones y la amortización de la deuda, condición esta que restringía su capacidad de gestión financiera<sup>139</sup>.

La Comisión resolvió las tensiones normativas dando prioridad al Derecho de la UE. Si bien reconoció la importancia de las regulaciones nacionales en la protección de intereses estratégicos, señaló que estas no deben contravenir los principios fundamentales del acervo comunitario. En consecuencia, concluyó que dichas condiciones:

- a. excedían las competencias nacionales en el marco de control de concentraciones, vulnerando la obligación de notificar a la CE las transacciones de dimensión comunitaria y de obtener la pertinente autorización<sup>140</sup>.
- b. vulneraban la libre circulación de capitales y el derecho de establecimiento, así como el principio de proporcionalidad respecto a los objetivos perseguidos.

Bruselas declaró la compatibilidad de la operación con el derecho de la Unión<sup>141</sup>, con el mercado único, pero exigió la retirada de las mencionadas condiciones, garantizando así que la operación no comprometiese la integridad de la regulación comunitaria.

### **3.5. Conclusiones sobre el análisis de la convergencia de normativas**

El capítulo III constituye el núcleo de este Trabajo. Aborda el punto de encuentro, así como posibles discrepancias, entre regulaciones que son fundamentales en el ámbito de las operaciones corporativas dentro de la UE: la regulación de las Ofertas Públicas de Adquisición y el control de concentraciones empresariales. Aunque ambas tienen

---

<sup>138</sup> Decisión de la Comisión Europea, de 5 de diciembre de 2007, Asunto n. M.4685 (Enel / Acciona / Endesa), [versión electrónica- disponible en la base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.4685]. Fecha de la última consulta: 5 de marzo de 2025, (Decisión de la CE sobre condiciones).

<sup>139</sup> Apartados 60-123 Decisión de la CE sobre condiciones.

<sup>140</sup> Se vulneraba el artículo 21 Reglamento 139/2004, según se expone en el Apartado 124 Decisión de la CE sobre condiciones.

<sup>141</sup> Decisión de la CE sobre compatibilidad.

objetivos distintos la interacción entre ellas es inevitable en muchos casos, como hemos visto.

Finalizamos este capítulo haciendo un breve repaso de las principales conclusiones que el análisis llevado a cabo permite extraer.

- a. Convergencia y coordinación de normativas: la interacción entre la legislación de OPAs y el control de concentraciones presenta desafíos al tratarse de regulaciones que persiguen objetivos distintos, pero interrelacionados. Es fundamental una adecuada coordinación entre ambas para evitar conflictos y garantizar una regulación coherente que proteja tanto los derechos de los accionistas como la competencia efectiva en el marco de un mercado único.
- b. Concepto de control e inseguridad jurídica: el concepto de control es esencial en ambas regulaciones, pero su interpretación e implicaciones varían según el marco normativo. Efectivamente, los umbrales de control que activan la aplicación de la normativa sobre OPAs y el control de concentraciones no son coincidentes. La confusión sobre el umbral adecuado para activar cada legislación puede generar incertidumbre jurídica. Así ocurriría cuando a las transacciones previas a la formulación de una OPA se les aplica el mismo régimen de suspensión que a la propia Oferta, considerándose que ambas constituyen una concentración.
- c. Por ello es esencial que las empresas tengan en cuenta los criterios que definen cuándo una OPA constituye o no una concentración susceptible de control por parte de Bruselas. Igualmente, deben saber identificar las transacciones que no cumplen con los umbrales establecidos para activar la legislación de OPAs pero que, debido a su impacto en el control de la empresa objetivo, podrían estar sujetas a control de concentraciones.
- d. Flexibilidad en la aplicación del Derecho comunitario de la Competencia: el control comunitario de concentraciones reposa sobre normas de carácter general que, en algunas situaciones, pueden adaptarse a las particularidades del caso concreto. Así, la Comisión Europea permite excepciones a la suspensión de las concentraciones en el caso de las OPAs. Esta flexibilidad introduce, sin embargo, un cierto grado de incertidumbre, ya que las excepciones deben ser evaluadas caso por caso y dependerán de la autorización de la Comisión.

- e. El impacto de la estabilidad en el control de concentraciones: otra reflexión relevante es cómo la estabilidad en el cambio de control es un factor crucial para que una operación sea considerada una concentración en el marco del Derecho de la Competencia. Si bien una OPA puede implicar un cambio en la estructura de control de la empresa objetivo, la transacción no constituirá una concentración empresarial si ese cambio no es duradero en el tiempo. Esto muestra hasta qué punto las legislaciones de referencia abordan la cuestión del control de manera diferente. En última instancia, para que ambas converjan, lo relevante es que se adquiera control conforme a las leyes de defensa de la competencia.
  
- f. El caso de Enel y Acciona como ilustración paradigmática: la adquisición de Endesa por parte de Enel y Acciona ejemplifica cómo la normativa de OPAs y la de control de concentraciones pueden converger y, además, generar tensiones regulatorias entre los Estados miembros y el ejecutivo comunitario. Las autoridades nacionales y europeas deben colaborar estrechamente para asegurar que las condiciones impuestas por las primeras no contravengan los principios del mercado único y las competencias de Bruselas en materia de control de concentraciones.
  
- g. Prioridad del derecho de la UE: de acuerdo con uno de los principios fundamentales del acervo comunitario, el principio de primacía, en situaciones de conflicto la normativa europea prevalece sobre la legislación doméstica. La Comisión debe actuar como garante del mercado único, asegurando que las disposiciones nacionales no interfieran con los principios fundamentales de la Unión. Así lo hizo en su Decisión sobre la OPA de Enel y Acciona, al requerir la retirada de algunas de las condiciones impuestas por el regulador español de energía.

## CONCLUSIONES

El análisis llevado a cabo en este TFG ha permitido desentrañar la complicada relación entre la normativa europea sobre Ofertas Públicas de Adquisición y el control comunitario de concentraciones empresariales, poniendo de manifiesto los desafíos y oportunidades que surgen cuando estas regulaciones convergen en una misma operación.

Del desarrollo del presente trabajo se desprende que, aunque ambas buscan preservar la estabilidad y el correcto funcionamiento del mercado, sus objetivos y enfoques pueden colisionar. El control de concentraciones busca evitar daños a la competencia efectiva en los mercados mediante la creación o el reforzamiento de posiciones de dominio, mientras que la normativa de OPAs procura garantizar la transparencia y la equidad entre accionistas, protegiendo especialmente a aquellos que no ostentan una participación mayoritaria. Esta disparidad de objetivos puede generar situaciones donde la aplicación simultánea de ambas normativas complique el desarrollo de las transacciones, introduciendo obstáculos regulatorios y afectando a la toma de decisiones estratégicas por parte de las empresas involucradas.

Asimismo, se ha constatado que la coordinación entre las autoridades de competencia y los reguladores del mercado de valores no siempre es eficiente. En algunos casos, la intervención de diferentes organismos a nivel europeo y nacional puede dar lugar a solapamientos regulatorios, decisiones contradictorias o plazos excesivos que afectan a la viabilidad de las operaciones. El caso de la OPA de Enel y Acciona sobre Endesa ilustra precisamente cómo la interacción entre normativas y la intervención de distintas autoridades puede afectar al desenlace de una operación, generándose barreras que condicionan su desarrollo.

Todo ello revela la necesidad de avanzar en la armonización de legislaciones y de actuaciones regulatorias, de modo que no se desincentiven futuras transacciones empresariales. Entre las principales áreas de mejora destacan:

- a. La estandarización de procedimientos, a fin de incrementar la eficiencia y la previsibilidad en la toma de decisiones por parte de las autoridades competentes.

- b. El refuerzo de la cooperación entre los reguladores del mercado de valores y las autoridades de competencia, para evitar solapamientos y garantizar la estabilidad de los mercados, la seguridad jurídica y la fluidez en la ejecución de las operaciones.

Por último, otro aspecto a destacar es la capacidad de previsión que deben tener las empresas a la hora de planificar una oferta pública. En transacciones de gran relevancia estratégica, la anticipación de posibles conflictos normativos es clave para garantizar un resultado exitoso. Dado que una OPA puede constituir una concentración susceptible de control conforme al Derecho de la Competencia, las compañías han de prever los obstáculos regulatorios a los que se pueden enfrentar y diseñar estrategias que les permitan cumplir con ambas normativas sin comprometer sus objetivos. En este sentido, el asesoramiento legal y financiero juega un papel determinante, permitiendo minimizar riesgos y optimizar la ejecución de la transacción.

## BIBLIOGRAFÍA

### 1. LEGISLACIÓN

*City Code on Takeovers and Mergers* (Código de la Ciudad sobre Ofertas y Fusiones), publicada el 19 de abril de 1985 en formato de hojas sueltas (Reino Unido).

Código de Buenas Prácticas en la tramitación de los procedimientos de control de concentraciones (disponible en la página web de la Comisión: <http://www.europa.eu.int/comm>.)

Comunicación Consolidada de la Comisión Europea sobre cuestiones jurisdiccionales en materia de competencia, realizada de conformidad con el Reglamento (CE) n.º 139/2004 del Consejo, sobre el control de las concentraciones entre empresas (DOUE 16 de abril del 2008).

Directiva 2004/25/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 21 de abril de 2004, sobre ofertas públicas de adquisición (DOUE, 30 de abril de 2004).

Directrices 2004/C 31/03, sobre la evaluación de las concentraciones horizontales con arreglo al Reglamento del Consejo sobre el control de las concentraciones entre empresas, del 5 de febrero de 2004 (DOUE 5 de febrero de 2004).

Directrices 2008/C 265/07, para la evaluación de las concentraciones no horizontales con arreglo al Reglamento del Consejo sobre el control de las concentraciones entre empresas, del 18 de octubre de 2008 (DOUE 18 de octubre de 2010).

Ley 6/2007, de 12 de abril, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, para la modificación del régimen de las ofertas públicas de adquisición y de la transparencia de los emisores (BOE 13 de abril de 2007).

Libro Blanco para la realización del mercado interior, presentado por la Comisión Europea al Consejo, en Milán, 28-29 de junio de 1985.

Libro Verde sobre la revisión del Reglamento (CEE) núm. 4064/89 del Consejo, presentado por la Comisión de 11 de diciembre de 2001.

Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores, (BOE 2 de agosto de 1991).

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (BOE 28 de julio de 2007).

Real Decreto-ley 5/2023, de 28 de junio, por el que se adoptan y prorrogan determinadas medidas de respuesta a las consecuencias económicas y sociales de la Guerra de Ucrania, de apoyo a la reconstrucción de la isla de La Palma y a otras situaciones de vulnerabilidad; de transposición de Directivas de la Unión Europea en materia de modificaciones estructurales de sociedades mercantiles y conciliación de la vida familiar y la vida profesional de los progenitores y los cuidadores; y de ejecución y cumplimiento del Derecho de la Unión Europea (BOE 29 de junio de 2023).

Reglamento (CEE) núm. 4064 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

Reglamento (CE) núm.1310/97 del Consejo, de 30 de junio de 1997, por el que se modifica el Reglamento (CEE) núm. 4064/89, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas.

Reglamento (CE) núm. 139 del Consejo, de 20 de enero 2004, sobre el control de las concentraciones entre empresas (DOUE 29 de enero de 2004).

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) 802/2004 de la Comisión (DOUE 5 de mayo de 2023).

Tratado constitutivo de la Comunidad Económica Europea (Tratado de Roma), firmado en Roma el 25 de marzo de 1957, en vigor desde el 1 de enero de 1958.

Tratado constitutivo de la Comunidad Europea del Carbón y del Acero (Tratado CECA), firmado en París el 18 de abril de 1951, entrada en vigor julio de 1952.

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, en Lisboa el 13 de diciembre de 2007 se firmó que el TCEE pasase a ser el TFUE, en vigor desde el 1 de diciembre de 2009 (DOUE 30 de marzo de 2010).

## 2. JURISPRUDENCIA

### 2.1. Comisión Europea

Decisión de la Comisión Europea, de 9 de diciembre de 1971, relativa a un procedimiento de aplicación del artículo 86 del TCEE (IV/26.811 - Continental Can Company) [versión electrónica – base de datos Publicaciones de la Unión Europea) Fecha de la última consulta: 14 de octubre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 10 de diciembre de 1990, Asunto n. M.25 (Arjomani/Wiggins Teape), [Versión electrónica base de datos de *Eur-lex*, Ref. M.25]. Fecha de última consulta: 21 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 25 de febrero de 1991, Asunto n. M.17 (MBB/Aerospatiale) [versión electrónica-base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.17]. Fecha de última consulta: 21 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión del 25 de septiembre de 1992, Asunto n. M.258 (Citicorp Capital Investors Europe Limited /GTE Corporation) [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.258]. Fecha de última consulta: 21 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, 28 de junio de 1994, Asunto n. M.425 (Banco Santander and British Telecommunications) [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.425]. Fecha de última consulta: 11 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 29 de julio de 1994, Asunto n. M.440 (General Electric Company/ Ente Nazionale Idrocarburi /Nuovo Pignone) [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.440]. Fecha de última consulta: 11 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 15 de septiembre de 1995, Asunto n. M.604 (Albacom) [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.604]. Fecha de última consulta: 11 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 15 de abril de 1996, Asunto n. M.722 (Teneo/Merryll Lynch/Bankers Trust) [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.722]. Fecha de última consulta: 11 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea de 30 de septiembre de 1999, Asunto n. JV.22 (Fujitsu/Siemens) [versión electrónica- base de datos de la Comisión Europea, Ref. JV.22]. Fecha de última consulta: 27 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 13 de octubre de 1999, Asunto n. JV.2 (Telia/Telenor/Schibsted), [versión electrónica- base de datos de la Comisión Europea, Ref. JV.2]. Fecha de última consulta: 27 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 18 de enero de 2000, Asunto n. M.1630 (Air Liquide/BOC), [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.1630]. Fecha de última consulta: 22 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 3 de julio de 2001, Asunto n. M.2220 (General Electric/Honeywell), [versión electrónica- base de datos de la Comisión Europea Ref. M.2220]. Fecha de última consulta: 27 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea de 30 de octubre de 2001, Asunto n. M.2416 (Tetra Laval/Sidel), [versión electrónica- base de datos de la Comisión Europea Ref. M.2416]. Fecha de última consulta: 27 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 3 de septiembre de 2002, Asunto n. M.2609 (HP/Compaq), [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.2609]. Fecha de última consulta: 22 de noviembre de 2024

Decisión de la Comisión Europea, de 15 de julio de 2005, Asunto n. M.3732 (Procter & Gamble/Gillette), [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.3732]. Fecha de última consulta: 22 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 5 de julio de 2007, Asunto n. M.4685 (Enel/Acciona/Endesa), [versión electrónica- disponible en base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.4685]. Fecha de la última consulta: 5 de marzo de 2025.

Decisión de la Comisión Europea, de 21 de septiembre de 2007, Asunto n. M.4730 (Yara/Kemira GrowHow), [versión electrónica-base de datos *EUR-Lex* Ref. M.4730]. Fecha de última consulta: 3 de enero de 2025.

Decisión de la Comisión Europea, de 5 de diciembre de 2007, Asunto n. M.4685 (Enel/Acciona/Endesa), [versión electrónica- disponible en base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.4685]. Fecha de la última consulta: 5 de marzo de 2025.

Decisión de la Comisión Europea, de 14 de mayo de 2008, Asunto n. M.4854 (TomTom/Tele Atlas), [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.4854]. Fecha de última consulta: 22 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión, de 10 de junio de 2009, Asunto n. M.4994 (Electrabel/CNR) [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea, Ref. M.4994]. Fecha de última consulta: 21 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión, de 13 de febrero de 2012, Asunto n. M.6381 (Google/Motorola Mobility), [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea Ref. 6381]. Fecha de última consulta: 27 de noviembre de 2024.

Decisión de la Comisión Europea, de 2 de julio de 2014, asunto M.7202 (Lenovo/Motorola Mobility) [versión electrónica - base de datos de la Comisión Europea Ref. 7202]. Fecha de última consulta: 27 de noviembre de 2024.

## **2.2. Tribunales nacionales y comunitarios**

Sentencia del Tribunal de Primera Instancia (Sala Cuarta Ampliada) de 26 de febrero de 2006, Asunto n. T-282/02 (Cementbouw Handel) [Versión electrónica-base de datos *EUR-Lex*, Ref. T-282/02]. Fecha de última consulta: 21 de noviembre de 2024.

Sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea, de 21 de febrero de 1973, Asunto n. 6/72 (Europemballage Corporation y Continental Can Company Inc. contra Comisión de las Comunidades Europeas) [versión electrónica - base de datos *EUR-Lex*. ECLI:EU:C:1973:22]. Fecha de la última consulta: 14 de octubre de 2024.

Sentencia del Tribunal General de 12 de diciembre de 2012, Asunto n. T-332/09 (Electrabel) [versión electrónica - base de datos Curia, Ref. T-332/09]. Fecha de última consulta: 21 de noviembre de 2024.

### 3. OBRAS DOCTRINALES

Aparicio Roqueiro, C. L., *Regulación de las OPA: teoría económica, regulación europea y ofertas sobre empresas españolas*, Comisión Nacional del Mercado de Valores Departamento de Estudios y Estadísticas, Monografía n. 20, febrero de 2007.

Engra, J. C. y Rodríguez Encinas, A. “El sistema de control de concentraciones en la Unión Europea”, *Ekonomiaz: Revista vasca de economía*, n. 61, 2006, 108-135.

Folguera Crespo, J., Gutiérrez Hernández, A., y Arranz Fernández-Bravo, T., “Desarrollos recientes en control de concentraciones. Regulación de las participaciones minoritarias”, *ICADE Revista De La Facultad De Derecho*, n. 95, 2015, pp. 60-103.

Gómez Alonso, A., “Apuntes ICADE sobre Concentraciones Empresariales”, *Derecho de la Competencia y propiedad Intelectual*, año académico 2023-2024.

Gutiérrez Fernández, A. y Arranz Fernández-Bravo, T. “El control de las concentraciones económicas por las autoridades de defensa de la competencia”, en *Manual de fusiones y adquisiciones de empresas*, 3.<sup>a</sup> ed., Wolters Kluwer, Madrid, 2016, pp. 901-938.

Loma-Osorio Lerena, D., “II. Objeto y objetivos del Derecho de la Competencia 1. El bien jurídico protegido por el Derecho de la Competencia.”, *Tratado de Derecho de la competencia*, Aranzadi, 2013, España.

Miranda Londoño, A. “El régimen general de la libre competencia. Características Principales. Módulo II: Prácticas restrictivas de la competencia y competencia desleal”, *Segundo Congreso Iberoamericano de Derecho Empresarial Formas de Control, Colaboración, Competencia Empresarial y Propiedad Industrial*, Santafé de Bogotá, D.C., octubre de 1997.

Miranda Serrano, L. M., y Pérez Molina, M. A., “El control de concentraciones de empresas en la Unión Europea”, *Revista de Derecho Mercantil*, n. 294, 2014, pp. 115-170.

Navarro Varona, E., y Baches Opi, S., “El nuevo sistema comunitario de control de concentraciones”, *Actualidad Jurídica Uría & Menéndez*, n. 8, 2004, pp. 37-50.

Sánchez Andrés, A., “OPA, Concepto, función económica y sistemas de ordenación”, *Estudios y Comentarios Legislativos. Estudios Jurídicos sobre el Mercado de Valores*, Civitas-Aranzadi, 2008, (2 páginas el apartado).

Sánchez Calero, F., *Ofertas Públicas de Adquisición de Acciones (OPAS)*, 1ª (ed.), Civitas-Thomson Reuters (Legal) Limited, Aranzadi, Pamplona, 2009, [versión electrónica - Aranzadi La Ley, disponible en: [https://legalteca-aranzadilaley.es.eu1.proxy.openathens.net/my-reader/10005843\\_00000000\\_0?fileName=161150821.html&location=pi-367&publicationDetailsItem=SystematicIndex](https://legalteca-aranzadilaley.es.eu1.proxy.openathens.net/my-reader/10005843_00000000_0?fileName=161150821.html&location=pi-367&publicationDetailsItem=SystematicIndex)]. Fecha de última consulta: 3 de diciembre de 2024.

Servicio de Estudios de la Bolsa de Madrid, “La regulación de OPAs: tema de debate en la UE y en España”, *Revista de la Bolsa de Madrid*, n. 10, octubre de 2002, pp. 12-18.

Vara de Paz, N., “Las ofertas públicas de adquisición de valores y el control de las concentraciones económicas.”, *Revista de Derecho Bancario*, n. 111, 2008, pp. 41-128.

Vidal Martínez, P., “El control de las concentraciones económicas y las ofertas públicas de adquisición de valores: comentario al artículo 26 del Real Decreto 1066/2007”, *Revista de Derecho del Mercado de Valores*, n. 7, Sección Análisis, segundo semestre de 2010, pp. 183-226.

#### 4. RECURSOS DE INTERNET

ACCIONA, S.A. y ENEL ENERGY EUROPE S.r.L., *Hecho Relevante sobre la oferta pública de adquisición de ENDESA, S.A.*, comunicado a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 11 de abril de 2007 (versión electrónica disponible en: <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=CpCfkl2HdVIdzHIYQwdynoVWdfesgkpo6eZDnmbdpma3phc%2fKDdGHMm7I9fO0VE>). Fecha de última consulta: 5 de marzo de 2025).

Freshfields Bruckhaus Deringer LLP, *Public Takeovers in Germany*, febrero 2017, (versión electrónica- disponible en: <https://www.freshfields.de/globalassets/public-takeovers-in-germany.pdf>. Fecha de última consulta: 15 de diciembre de 2025).

Tapia Hermida, A. J., “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, pp.15-16 (disponible en el archivo institucional EPrints Complutense: <http://www.ucm.es/eprints>., última consulta, 15 de diciembre de 2024).