



# **LAS OFERTAS PÚBLICAS DE ADQUISICIÓN DE TÍTULOS DESDE LA PERSPECTIVA COMUNITARIA EN EL MARCO DE LA CREACIÓN DE UN ESPACIO FINANCIERO INTEGRADO**

JOSÉ MARÍA BENEYTO

JOSÉ PUENTE

Nº 2 - 2005

JOSÉ MARÍA BENEYTO

CATEDRÁTICO DE DERECHO INTERNACIONAL PÚBLICO Y DERECHO COMUNITARIO. ABOGADO

JOSÉ PUENTE

PROFESOR DE DERECHO COMUNITARIO. ABOGADO

MADRID, FEBRERO DE 2005



El Instituto de Estudios Europeos de la Universidad San Pablo-CEU, Polo Europeo Jean Monnet, es un Centro de investigación especializado en temas europeos cuyo objetivo es contribuir a un mayor conocimiento y divulgación de los temas relacionados con la Unión Europea.

Los Documentos de Trabajo dan a conocer los proyectos de investigación originales realizados por los investigadores asociados del Instituto Universitario en los ámbitos histórico-cultural, jurídico-político y socioeconómico de la Unión Europea.

El Instituto de Estudios Europeos publica en su Colección de Documentos de Trabajo estudios y análisis sobre materias relacionadas con temas europeos con el fin de impulsar el debate público. Las opiniones y juicios de los autores no son necesariamente compartidos por el Instituto.

Serie de Documentos de Trabajo del Instituto de Estudios Europeos

**Las ofertas públicas de adquisición de títulos desde la perspectiva comunitaria en el marco de la creación de un espacio financiero integrado**

No está permitida la reproducción total o parcial de este trabajo, ni su tratamiento informático, ni la transmisión de ninguna forma o por cualquier medio, ya sea electrónico, mecánico, por fotocopia, por registro u otros métodos, sin el permiso previo y por escrito de los titulares del copyright.

Derechos Reservados © 2005, por José María Beneyto y José Puente  
Derechos Reservados © 2005, por Instituto de Estudios Europeos de la Universidad San Pablo-CEU.

Instituto de Estudios Europeos  
Julián Romea, 22 - 28003 Madrid  
<http://www.ceu.es/idee>

ISBN:  
Depósito legal: M-  
Diseño de cubierta: Encarnación Navarro  
Compuesto e impreso en Docutech

# LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE TÍTULOS DESDE LA PERSPECTIVA COMUNITARIA EN EL MARCO DE LA CREACIÓN DE UN ESPACIO FINANCIERO INTEGRADO

JOSÉ MARÍA BENEYTO Y JOSÉ PUENTE

## INDICE

1. INTRODUCCIÓN.....	5
2. GÉNESIS DE LA DECIMOTERCERA DIRECTIVA. PLANTEAMIENTO DE LOS PROBLEMAS A DEBATE .....	5
2.1. LA PRIMERA PROPUESTA DE DIRECTIVA .....	6
2.2. LA SEGUNDA PROPUESTA DE DIRECTIVA .....	7
2.3. EL INFORME WINTER .....	12
2.3.1. <i>Las reglas del juego uniforme.....</i>	<i>12</i>
2.3.2. <i>Precio equitativo .....</i>	<i>15</i>
2.3.3. <i>El derecho de exclusión de minoritarios y el derecho de venta de los minoritarios al mayoritario .....</i>	<i>16</i>
2.3.4. <i>Recomendaciones del Informe Winter .....</i>	<i>17</i>
2.4. LA NUEVA PROPUESTA DE DIRECTIVA DE 2002 .....	18
3. PRINCIPALES CONTENIDOS DE LA DECIMOTERCERA DIRECTIVA.....	26
3.1. OBJETIVOS DE LA DIRECTIVA. PRINCIPIOS GENERALES .....	26
3.2. CONTENIDO DE LA DIRECTIVA. REGLAS ESENCIALES .....	28
a) <i>Autoridad supervisora y derecho aplicable.....</i>	<i>28</i>
b) <i>Oferta obligatoria y precio equitativo .....</i>	<i>30</i>
c) <i>El deber de neutralidad del órgano de administración .....</i>	<i>31</i>
d) <i>Regla de full-disclosure .....</i>	<i>32</i>
e) <i>La regla de neutralización o break through.....</i>	<i>32</i>
f) <i>Otras cuestiones .....</i>	<i>33</i>
3.3. LAS REGLAS OPCIONALES. EL PRINCIPIO DE RECIPROCIDAD .....	34
3.4. CARENCIAS DE LA DIRECTIVA .....	35
3.4.1. <i>Las acciones de oro .....</i>	<i>35</i>
3.4.2. <i>Falta de indicación del umbral para determinar la obligatoriedad de la OPA.....</i>	<i>36</i>

## 1. INTRODUCCIÓN

Finalmente y después de más de 14 años de peregrinaje, la Decimotercera Directiva en materia de derecho de sociedades relativa a las ofertas públicas de adquisición ha visto la luz. En el momento que escribimos estas líneas la Directiva ha sido aprobada por el Parlamento Europeo y el Consejo ha anunciado su acuerdo político sobre la misma pero todavía no ha sido publicada en el Diario Oficial de Unión Europea, a la espera de que el texto definitivo de la misma sea objeto de la revisión lingüística y jurídica.

El Consejo Europeo de Lisboa de marzo de 2000 fijó el año 2005 como fecha límite para llevar a cabo la integración de los mercados financieros europeos. El Consejo Europeo de Estocolmo consideró que se debía alcanzar el mercado integrado de valores mobiliarios antes de finales de 2003, dando prioridad a las medidas previstas por el Plan de acción en materia de servicios financieros. La Decimotercera Directiva que regula las ofertas públicas de adquisición constituye un aspecto esencial de este Plan.

El objetivo de la Decimotercera Directiva es el de aumentar la seguridad jurídica de las empresas que operen en los mercados europeos en caso de ofertas públicas de adquisición, y garantizar la protección de los intereses de los accionistas de las sociedades que son objeto de ofertas públicas de adquisición (y, en particular, los intereses de los accionistas minoritarios), así como también los de los empleados de dichas sociedades y cualquier otra parte interesada<sup>1</sup>.

El texto tiene por objeto establecer normas transparentes, comunes a toda la Unión Europea (UE), en cuanto a ofertas públicas de adquisición (OPA), en beneficio de todas las partes interesadas, incluidos los accionistas minoritarios. Otro de sus objetivos es fomentar la reestructuración de empresas para contribuir a que el mercado europeo sea más competitivo.

El propósito del presente trabajo es el de ofrecer una exposición de los principales problemas que se han debatido en el texto, dado que el proceso legislativo de esta Directiva ejemplifica, como quizás ningún otro, la necesidad de compromisos entre los Estados y entre las distintas instituciones comunitarias con el objetivo de sacar adelante un texto normativo.

## 2. GÉNESIS DE LA DECIMOTERCERA DIRECTIVA. PLANTEAMIENTO DE LOS PROBLEMAS A DEBATE

La difícil travesía de la Decimotercera Directiva ha tenido un final que ejemplifica la complejidad de la cuestión que regula y del acuerdo político que se debía alcanzar: la Directiva ha sido finalmente aprobada por el Parlamento, y el Consejo

---

<sup>1</sup> Es decir, no sólo los *shareholders*, a quienes la Directiva se refiere como "*holders of securities*" sino en general los *stakeholders*, todos aquellos que tengan un interés legítimo en la sociedad.

ya ha alcanzado un acuerdo político sobre el texto, con la oposición de la Comisión y en su momento la oposición asimismo del Gobierno español.

Nos parece interesante, por tanto, analizar en primer lugar los avatares de la tramitación de la Directiva, puesto que creemos que así podemos comprender en mejor medida su alcance, y a la hora de realizar su análisis crítico, poder hacerlo con la perspectiva necesaria.

## **2.1. LA PRIMERA PROPUESTA DE DIRECTIVA**

La tramitación legislativa de la Decimotercera Directiva ha tenido un largo caminar desde que la Comisión anunciara en el año 1985 su intención de proponer una Directiva sobre las ofertas públicas de adquisición de valores con el ánimo de completar el mercado interior. La primera propuesta de Directiva data de 1989<sup>2</sup>, la cual fue revisada en el año 1990 después de los dictámenes del Consejo Económico y Social<sup>3</sup> y del Parlamento Europeo<sup>4</sup>. La acogida a la propuesta por parte de los Estados Miembros fue todo menos acogedora.

En aquellos años la integración de los mercados financieros no era una prioridad inmediata; había que adoptar pasos previos que todavía no se habían completado. La libre circulación de capitales propugnada por el ya desaparecido artículo 67.1 del Tratado la Comunidad Europea todavía no se había completado. De hecho era posiblemente la libertad comunitaria menos desarrollada. No será hasta la aprobación de la Directiva 88/361/CE cuando los movimientos de capitales en el ámbito comunitario se liberalicen completamente -aun cuando se permitirán excepciones-. La entrada en vigor de esta Directiva<sup>5</sup> permite no obstante que empiece a apuntar un nuevo horizonte: la Comunidad Europea va a centrar sus objetivos en la liberalización de la circulación de capitales, y en la perspectiva empieza a vislumbrarse un proyecto mayor: el establecimiento de una Unión Económica y Monetaria (UEM) que condujera a un verdadero espacio financiero europeo. No será hasta el 1 de enero de 1994, cuando entre en vigor la segunda fase de la UEM y se implante un régimen de libertad absoluta e incondicional de circulación de capitales y de pagos.

La propuesta de Decimotercera Directiva en el año 1989 no sólo se encontró con que el terreno previo -la libre circulación de capitales- no estaba culminada, sino que en aquellos años empezaba a suscitarse el debate sobre el principio de subsidiariedad, que venía a cuestionar el extenso ámbito de competencias que la Comunidad Europea estaba asumiendo en aras de conseguir el mercado único. Desde la perspectiva de los Estados Miembros, la Comunidad Europea sólo debía intervenir fuera de aquellos ámbitos en los que tuviera competencia exclusiva de

---

<sup>2</sup> Publicada en el DOCE C64, 14 marzo 1989.

<sup>3</sup> Publicado en el DOCE C298, 27 noviembre 1989.

<sup>4</sup> Publicado en el DOCE C38, 19 enero 1990.

<sup>5</sup> La Directiva 88/361/CE entró en vigor el 1 de julio de 1990.

forma subsidiaria. Desde esta perspectiva fueron varios los Estados Miembros que se opusieron a la propuesta por considerarla demasiado detallada.<sup>6</sup>

Todo ello hizo que la Comisión reconsiderara su propuesta y así se lo indicara a los Estados Miembros durante los Consejos Europeos de Edimburgo de 1992 y de Essen de 1994. La propuesta sería finalmente retirada por la Comisión<sup>7</sup>.

## 2.2. LA SEGUNDA PROPUESTA DE DIRECTIVA

Fruto de la revisión de la Directiva llevada a cabo por la Comisión y de las consultas abiertas con los Estados Miembros fue la presentación de una segunda propuesta de Decimotercera Directiva en febrero de 1996<sup>8</sup>. Respondiendo a los deseos de los Estados, la Directiva se formuló como una Directiva marco, que dejaba una amplia libertad de actuación a los Estados a la hora de trasponerla en sus respectivas legislaciones<sup>9</sup>. La propia exposición de motivos de esta propuesta afirmaba que *“la adopción de una Directiva es el procedimiento más adecuado para crear un marco que establezca ciertos principios comunes y un reducido número de requisitos generales a los que los Estados miembros habrán de dar cumplimiento mediante normas más detalladas, de acuerdo con sus sistemas nacionales y su contexto cultural”*. La tramitación de esta propuesta de Directiva estaba sometida al procedimiento de codecisión previsto en el artículo 251 del Tratado CE.

La segunda propuesta de Directiva giraba en torno a la exigencia de unos principios comunes, que se detallaban en su artículo 5:

- principio de igualdad de trato a todos los accionistas, respondiendo a la necesidad de otorgar protección a los accionistas minoritarios;
- los destinatarios de una oferta deben disponer de tiempo e información suficiente para poder adoptar una decisión;
- el órgano de administración de la sociedad afectada debe obrar en interés de la sociedad en su conjunto y particularmente en interés de los accionistas;
- la sociedad afectada no debe ver sus actividades obstaculizadas por el hecho de que sus valores sean objeto de una oferta durante más tiempo de lo razonable.

---

<sup>6</sup> Otro de los elementos que propició su rechazo fue la oposición por parte de varios Estados miembros a aceptar que se introdujeran OPAS obligatorias (*“mandatory bids”*).

<sup>7</sup> La retirada de la Directiva fue publicada en el DOCE el 8 de Febrero de 1996.

<sup>8</sup> Publicada en el Diario Oficial CE C162, 6 junio 1996.

<sup>9</sup> El Informe Winter señalará como un ejemplo de ese cambio de perspectiva el hecho de que la primera propuesta fijara el umbral a partir del cual se debe lanzar una oferta pública de adquisición, frente a la segunda propuesta que deja la libertad para fijar el porcentaje concreto a los Estados.

El Dictamen del Comité Económico y Social de 11 de julio de 1996<sup>10</sup> va a realizar una primera crítica a dicha propuesta que tendrá importantes repercusiones en lo relativo a la falta de regulación en la propuesta de un adecuado cauce de información y de consultas con los representantes de los trabajadores de las empresas afectadas, crítica que ya había hecho en sus Dictámenes de 27 de septiembre de 1989 y de 28 de febrero de 1991 con respecto a la primera propuesta.

El informe de la Comisión de Asuntos Jurídicos y del Mercado Interior del Parlamento Europeo<sup>11</sup> de 21 de mayo de 1997 aprobó la configuración de la propuesta como una Directiva marco que perseguía una limitada armonización de las disposiciones nacionales sobre las ofertas públicas de adquisición de acciones. La redactora del informe, Sra. Nicole Fontaine, mostrará su conformidad con el hecho de que muchas de las disposiciones de la Directiva no sean estrictamente vinculantes. Respetando el principio de la regulación sobre la base de la protección de los accionistas minoritarios, el informe del Parlamento Europeo incidirá en el refuerzo de los derechos de los trabajadores de las empresas afectadas por una OPA, indicando expresamente que la Directiva debe recoger el deber del órgano de administración de la sociedad de actuar buscando también la salvaguarda de los puestos de trabajo.

Con carácter general, el Parlamento Europeo planteará la necesidad de especificar y concretar algunos de los términos de la Directiva -como el de oferente-, recomendaciones que la Comisión incorporará en su texto revisado de la propuesta comunicado el 14 de noviembre de 1997<sup>12</sup>. A partir de esa fecha, la tramitación de la propuesta de Directiva permanecerá estancada.

El proceso no se reiniciará hasta el 11 de mayo de 1999, cuando la Comisión Europea hará pública su posición sobre el espacio financiero europeo. En dicha comunicación propone el plan de acción para mejorar y profundizar el mercado común de servicios financieros. Y como no podía ser menos, una de las cuestiones sobre las que llama la atención es sobre la Decimotercera Directiva<sup>13</sup>. Expresamente indicará la Comisión que la regulación a nivel europeo de las ofertas públicas de adquisición es una cuestión pendiente y urgente, y solicitará al Consejo de Ministros que confirmara si compartía dicha urgencia con el fin de crear un mercado único financiero eficiente, requiriendo al Consejo y al Parlamento a que llegaran a un acuerdo político antes del 31 de diciembre de 1999.

Efectivamente el 21 de junio de 1999 el Consejo llegó a un acuerdo político sobre la Decimotercera Directiva, el cual quedó no obstante en suspenso porque se

---

<sup>10</sup> Publicado en el Diario Oficial CE C295, 7 octubre 1996.

<sup>11</sup> Publicado en el Diario Oficial CE C222, 21 julio 1997.

<sup>12</sup> COM (1997) 565, publicada en el Diario Oficial C378, 13 de diciembre 1997.

<sup>13</sup> Son seis las cuestiones que merecen la consideración de cuestión urgente para la Comisión: (i) saneamiento y liquidación de entidades de crédito; y de entidades de seguro; (ii) ofertas públicas de adquisición; (iii) estatuto de la sociedad europea; (iv) organismos de inversión colectiva en valores mobiliarios; (v) venta a distancia de servicios financieros; y (vi) dinero electrónico.

suscitó un problema no desconocido para el lector español: la cuestión de Gibraltar. La propuesta de Directiva contenía un artículo 4 que dejaba libertad a los Estados para designar una o varias autoridades que asumieran la función de supervisar las ofertas públicas de adquisición. España quiso que expresamente se aclarara que ello no podía conducir a que existiera una autoridad supervisora específica para Gibraltar. Las negociaciones entre España y el Reino Unido sobre la cuestión de Gibraltar -no específicamente para esta propuesta de Directiva, sino en un marco más amplio- determinaron que el Consejo no pudiera fijar una posición común hasta el 19 de junio de 2000<sup>14</sup>.

La posición común del Consejo recogió 13 de los 22 cambios propuestos por el Parlamento Europeo. La citada posición común aceptó cambios que perseguían incrementar la protección de los accionistas minoritarios, reforzar la seguridad jurídica en los términos de la propuesta así como introducir ciertas reglas de flexibilidad en la aplicación de la Directiva. Entre los cambios propuestos por el Parlamento y aceptados por el Consejo destacaba la posibilidad que se introdujo de que los Estados Miembros decidan que la normativa de OPAs se aplique no sólo a los valores mobiliarios vinculados a derechos de voto en una sociedad (que es el ámbito de la propuesta de la Directiva)<sup>15</sup>, sino también a otro tipo de valores. Por otra parte, entre los cambios que no fueron aceptados quizás el principal fue el de la propia definición de "oferta pública de adquisición". El Parlamento Europeo había propuesto que la Directiva se aplicara a todo tipo de OPAs, mientras que el Consejo acordó que la Directiva únicamente fuera de aplicación a las OPAs "que persigan o tengan como objetivo la adquisición del control"<sup>16</sup>.

La Comisión mostró el 26 de julio de 2000 su conformidad con la posición común, reconociendo las diferencias que guardaba con la propuesta corregida que había formulado, pero siendo consciente del grado de compromiso al que se había llegado en el texto. En particular declaró que la posición común del Consejo constituía un notable avance en la armonización de legislaciones sobre OPAs en Europa.

La Comisión de Asuntos Jurídicos y del Mercado Interior del Parlamento Europeo, encabezado por el Sr. Klaus-Heiner Lehne, recomendó el 28 de noviembre de 2000 al Parlamento que se procediera a una segunda lectura de la propuesta de Directiva y se analizara la posición común del Consejo. El informe de la Comisión recomendaba que se regulara en la Directiva cuáles deberían ser los parámetros de actuación del Consejo de Administración de una sociedad ante una OPA, así como que se dieran facultades a las autoridades nacionales de supervisión para determinar la posibilidad por parte de las empresas de establecer medidas protectoras distintas a las previstas en la Directiva. Adicionalmente, la Comisión del Parlamento Europeo estableció el umbral para considerar obligatoria una OPA a

---

<sup>14</sup> Posición Común EU No. 1/2001 publicada en el Diario Oficial CE C23, 24 de enero de 2001.

<sup>15</sup> Tal y como se define en el artículo 2.(e) de la Directiva.

<sup>16</sup> Se hizo añadiendo al final de la definición en el artículo 2 (a) el requisito de que tuviera como objetivo la adquisición del control.: "A bid [...] must follow or have as its objective the acquisition of control".

partir de la adquisición del 30% de los derechos de votos, reforzar los derechos de información de los trabajadores y mejorar la definición de precio equitativo.

La posición común del Consejo y las recomendaciones de la Comisión de Asuntos Jurídicos y del Mercado Interior fueron analizadas en segunda lectura por el Parlamento Europeo, quien introdujo una serie de modificaciones en el texto de la Directiva tal y como resultaba de la posición común. Las matizaciones del texto de la Directiva giraron en torno a tres ejes:

1. Reforzamiento de las posibles medidas que el Consejo de Administración de la compañía objeto de una oferta pública, particularmente en el caso de una OPA hostil, puede adoptar. La posición común del Consejo había limitado la posible actuación del Consejo ante una OPA sino mediaba previamente una autorización de la Junta de Accionistas para la adopción de medidas defensivas. Frente a esta perspectiva, el Parlamento propuso que las legislaciones nacionales permitieran un cierto margen de maniobra;
2. Fortalecimiento de los derechos de información de los trabajadores, obligando a la compañía que realiza la oferta pública a que informe sobre sus intenciones con respecto a los puestos de empleo;
3. Se introduce una definición más clara del significado de “precio equitativo” (“*equitable price*”) en el caso de una OPA obligatoria, el cual, en determinadas circunstancias, debe ser abonado en efectivo.

De las quince modificaciones que introdujo el Parlamento Europeo sobre el texto de la Directiva resultante de la posición común, la Comisión Europea aceptó tres completamente y una parcialmente, pero todo el resto fueron rechazadas. Al aceptar dichos cambios, la Comisión realizaba una modificación de los términos de la propuesta, de acuerdo con lo previsto en el artículo 250.2 del Tratado de la Comunidad Europea.

La situación planteada en el debate de la propuesta de Directiva hizo que fuera necesario acudir al procedimiento previsto en el artículo 251.3 TCE convocando una reunión del Comité de Conciliación. Este Comité alcanzó el 6 de junio de 2001 un acuerdo sobre el texto de la Directiva<sup>17</sup>. Tal y como se deduce de todo el debate anterior, las dos cuestiones abiertas eran las medidas defensivas frente a una OPA y los derechos de información de los trabajadores. En el primer caso se acordó establecer que la transposición de la Directiva en los Estados Miembros fuera progresiva, de tal forma que la regulación de la Directiva sobre las medidas defensivas no supusiera un fuerte impacto. En el segundo caso se persiguió garantizar a los trabajadores en el caso de una OPA información con una antelación suficiente sobre los términos de la misma así como el impacto previsible sobre los puestos de empleo.

---

<sup>17</sup> Documento PE-CONS 3269/1/01 REV 1

Como resultado de las deliberaciones del Comité de Conciliación, la Comisión se comprometió a encomendar a un grupo de expertos de derecho societario la elaboración de un informe sobre tres cuestiones: (i) la definición de “precio equitativo” (“*equitable price*”); (ii) el derecho del accionista que como consecuencia de una OPA se convierte en mayoritario de adquirir las acciones en manos de minoritarios (“*squeezing out*”); (iii) y el necesario tratamiento igualitario de los accionistas en todos los Estados Miembros, lo que se conoce como reglas de juego uniformes (“*level playing field*”).

El artículo 251.5 TCE establece que una vez que el Comité de Conciliación apruebe “*un texto conjunto, el Parlamento Europeo y el Consejo dispondrán cada uno de seis semanas [...] para adoptar el acto en cuestión conforme al texto conjunto. [...] Si cualquiera de ambas instituciones no aprobara el acto propuesto dentro de dicho plazo, éste se considerará no adoptado*”. Esto fue efectivamente lo que ocurrió. El texto resultante del Comité de Conciliación fue sometido a la votación del Parlamento Europeo el 4 de julio de 2001, y no fue aprobado<sup>18</sup>. En realidad la votación en el seno del Parlamento reflejó un empate de votos a favor y en contra de 273 votos, lo cual de acuerdo con el Reglamento de Procedimiento de la Cámara implicaba el rechazo del texto<sup>19 20</sup>.

Al actuar de tal forma, el Parlamento Europeo siguió la recomendación que antes de la votación hizo el diputado Klaus-Heiner Lehne, quien se opuso al texto resultante del Comité de Conciliación en lo relativo a las medidas defensivas que podía adoptar el Consejo de Administración de una sociedad sobre la que se realiza una oferta pública de adquisición. Desde su punto de vista, la exigencia de que el Consejo de Administración de una sociedad sólo pudiera adoptar medidas defensivas después de haber consultado con los accionistas únicamente sería razonable si existieran unas reglas de juego uniformes a nivel internacional o europeo, lo cual no era garantizado por el texto de la propuesta de Directiva.

El rechazo del Parlamento Europeo se debió esencialmente a tres elementos:

- el recelo ante la condición impuesta a los órganos de administración de una sociedad objeto de una oferta de obtener la autorización de la junta de accionistas antes de emprender cualquier acción defensiva contra dicha oferta;

---

<sup>18</sup> La resolución del Parlamento Europeo fue publicada en el Diario Oficial de las Comunidades Europeas el 14 de marzo de 2002, C65 E.

<sup>19</sup> Fue preciso que al terminar la votación, la Presidente indicara las consecuencias del empate, leyendo en voz alta lo previsto a tal efecto en las reglas de procedimiento 128.2 y 128.3.

<sup>20</sup> El análisis del voto es elocuente: todos los parlamentarios alemanes, independientemente de su adscripción política, votaron en contra. Los partidos políticos estaban divididos sobre la propuesta de Directiva, y a la hora del voto pesaron más las consideraciones nacionales. A la hora de entender las reticencias alemanas es importante tener en cuenta un hecho reciente que había tenido lugar: uno de los símbolos industriales alemanes, Mannesman AG acababa de ser objeto de una OPA por parte de Vodafone. Para un comentario sobre los rumores en esa misma época de una OPA de Ford sobre Volkswagen AG, vid. Danièle Muffat-Jeandet, *OPA: L’Histoire d’une directive européenne*. Revue du Marché commun et de l’Union européenne. N.475 février 2004. p. 115

- la imposición de un deber "de neutralidad" a los órganos de administración, junto con las restricciones impuestas a una sociedad objeto de una OPA para poder defenderse, implicaba un cierto riesgo en el sentido de abrir las puertas de las sociedades europeas a las de otros países –señaladamente americanas-, sin que rigiera la regla de la reciprocidad;
- la insuficiente protección ofrecida por la Directiva a los empleados de las sociedades en el caso del lanzamiento de un oferta pública de adquisición;

Finalizada la votación el diputado Sr. Cox solicitó a la Comisión que presentara una nueva propuesta de Directiva.

### **2.3. EL INFORME WINTER**

El intenso debate planteado a tres bandas por el Consejo, el Parlamento Europeo y la Comisión sobre la propuesta de Directiva hizo aconsejable que se solicitara a un grupo independiente de expertos en derecho societario su opinión sobre las principales cuestiones planteadas. La relación del grupo de expertos fue hecha pública el día 4 de septiembre de 2001, siendo nombrado presidente del mismo el Prof. Jaap Winter<sup>21</sup>, de quien tomará su nombre el informe.

La Comisión encomendó en primer lugar al grupo de expertos la elaboración de un informe de recomendaciones para la regulación comunitaria de las ofertas públicas de adquisición, solicitando que el informe estuviera terminado antes de finales de 2001. El informe fue hecho público el 10 de enero de 2002, y contiene tres capítulos, cada uno dedicado a las tres cuestiones esenciales planteadas: (i) reglas de juego uniformes ("*level playing field*"); (ii) precio equitativo; (iii) derecho de exclusión de minoritarios y derecho de venta de los minoritarios al mayoritario.

#### **2.3.1. Las reglas del juego uniforme**

Como hemos indicado antes, la inexistencia de un *level playing field* a nivel europeo y su no consecución por el texto de la propuesta de Directiva anterior -a juicio del Parlamento Europeo-, fue posiblemente la razón última que motivó el rechazo de esta Cámara a la Directiva.

Los trabajos del grupo Winter comenzaron realizando en primer lugar el análisis de las distintas barreras existentes en cada uno de los Estados Miembros frente a las OPAs, es decir, las medidas defensivas permitidas por las distintas legislaciones nacionales<sup>22</sup>, medidas que en la terminología anglosajona se conocen como *shark*

---

<sup>21</sup> Director de la Asesoría Jurídica de Unilever.

<sup>22</sup> El grupo diferenció entre barreras previas y barreras posteriores al lanzamiento de una OPA. Entre las barreras previas se citaron: (1) barreras a la adquisición de las acciones de una sociedad,

*repellents*. Resultado claro de ese análisis fue la constatación de las enormes diferencias existentes entre los distintos Estados Miembros. Para el grupo de expertos la conclusión era evidente: como consecuencia de las distintas regulaciones, no se podían emprender OPAs con las mismas expectativas de éxito en los distintos Estados Miembros; de igual forma, las diversas legislaciones no garantizaban a los accionistas una igualdad de oportunidades para realizar la venta de sus acciones.

Según el grupo de expertos la regulación comunitaria de las ofertas públicas de adquisición debía perseguir lograr unas reglas de juego uniformes que incrementaran la seguridad jurídica de las partes intervinientes, tanto del oferente como de los accionistas de “la sociedad objetivo” (*target*). Desde su punto de vista, el mecanismo de las ofertas públicas de adquisición es beneficioso en la medida que posibilita sinergias entre empresas y actúa como garante de la disciplina de los órganos de administración de aquellas sociedades cuyo accionariado es muy disperso.

El Informe Winter concluía que las reglas de juego uniformes sólo se pueden conseguir bajo dos premisas: (i) en el caso de una oferta pública de adquisición, las decisiones deben ser tomadas por los accionistas -nunca por el órgano de administración- y (ii) debe existir una proporcionalidad entre el control de la compañía y los accionistas que soportan el riesgo (*“risk-bearing capital”*), de tal forma que sólo puedan tomar decisiones aquellos accionistas que son los que en última instancia asumen el riesgo de la empresa. Y estas dos premisas deben ser

---

mediante mecanismos de limitación de número de acciones, acciones de oro, restricciones a la libre transmisión de las acciones, pastillas envenenadas (*“poison pills”*), accionariados cruzados y piramidales; (2) barreras al ejercicio de los derechos políticos, mediante limitaciones máximas de derechos, existencia de acciones con derechos políticos reforzados –muy comunes en los países nórdicos, donde existen acciones con derechos de voto múltiples- y de acciones sin derechos políticos, quórum discriminatorios, lapsos mínimos de tiempo para analizar de nuevo ciertas decisiones, apoderamientos irrevocables, sindicación de votos, mayorías reforzadas estatutarias, acciones de oro, etc. (3) barreras al ejercicio del control en el órgano de administración, mediante *“golden parachutes”*, estructuras societarias distintas a las sociedades anónimas y de responsabilidad limitada que prevén el control de los órganos societarios por ciertos accionistas, acciones que atribuyen el derecho a nombramiento de administradores, consejos de administración compartimentados, plazos mínimos de nombramiento de administradores, requisitos personales para ser nombrado administrador, etc. (4) barreras al control sobre activos y cargas financieras, como previsión de cláusulas de control en contratos, vencimientos anticipados de deuda, vaciado de los activos esenciales de la compañía mediante su venta a terceras sociedades que no coticen (*“scorched earth”*), posibilidad de escisiones automáticas, etc. y (5) barreras regulatorias, motivadas por controles de concentraciones, sectores estratégicos con implicaciones socio-políticas (*“show stopper”*), habitual en sectores de *utilities* (electricidad, agua, telecomunicaciones, etc.), medios de comunicación, defensa, etc.

Entre las barreras posteriores al lanzamiento de una oferta pública se señalaron (1) la disminución de las acciones disponibles, mediante la compra de autocartera, concentración de acciones en personas de confianza (*“white squire”*), etc. (2) incrementos del coste de la oferta mediante la emisión de acciones con derechos de adquisición preferente, (3) planteamiento de batallas legales, tanto en el plano del marco regulatorio como frente a la propia oferta, (4) búsqueda de caballeros blancos (*“white knights”*), (5) adquisición de las propias acciones en manos del ofertante (*“greenmail”*), o incluso (6) el lanzamiento de ofertas sobre la sociedad que realizó la primera oferta (*“pacman defense”*).

respetadas en todo caso en los dos momentos de una oferta de adquisición: antes de su lanzamiento y una vez que se ha completado con éxito.

Punto de partida obvio para que estos principios se respeten es que las sociedades hagan transparente en todo momento su capital social, su accionariado y las estructuras internas de control. Sólo en la medida que las estructuras internas de control sean conocidas por el mercado, éstos pueden enjuiciar la eficiencia de los mismos. El Informe Winter entiende que estos dos principios no sólo son aplicables a las ofertas públicas de adquisición, sino en general a todo el derecho societario, si bien centrarán su análisis en las consecuencias que los mismos tienen en las OPAs.

Estas dos premisas llevaron al Grupo Winter a dos conclusiones claras. En primer lugar, si son los accionistas quienes deben decidir en todo caso, es evidente que las medidas defensivas sólo pueden tener lugar si los accionistas las aprueban una vez anunciada una oferta pública de adquisición. En segundo lugar, todos los mecanismos anti-OPA existentes en una sociedad deben cesar de ser aplicables una vez que una oferta pública se ha lanzado y se ha culminado con éxito ("*break-through rule*"). El Informe Winter sostiene que si una oferta pública culmina con éxito, la regla de que el accionista decide debe seguir vigente y por tanto el nuevo accionista debe poder tener libertad para decidir autónomamente sin estar vinculado por medidas anti-OPA previas. El Informe Winter sostiene que la inaplicabilidad de los mecanismos anti-OPA debe regir en el caso de que el nuevo accionista alcance un cierto umbral de acciones que merezcan la calificación de *risk-bearing capital*, umbral que como máximo debe ser el 75%, dejando libertad a los Estados Miembros a que sus legislaciones nacionales determinen un porcentaje inferior<sup>23</sup>. No obstante la regla de la inaplicabilidad de medidas anti-OPA no debe ser general, sino que existen ciertas barreras frente a ofertas públicas de adquisición que por sus características no pueden ser dejadas sin efecto, entre las cuales cita el Informe las cláusulas de control contractuales, y las estructuras de control piramidales.

El Informe Winter contrasta la regulación de las ofertas públicas de adquisición en Estados Unidos y en Europa, y concluye que en su opinión la regulación estadounidense -que no es tampoco uniforme sino que varía en función de cada Estado federado- no se puede traspasar al derecho comunitario. En el derecho americano las medidas anti-OPA son muy habituales. El Informe Winter opina por el contrario que para conseguir un desarrollo eficiente e integrado de los mercados de capitales a nivel europeo es preciso que rijan las dos premisas básicas que atribuyen la decisión en todo caso a los accionistas que asumen los riesgos. El Informe deja libertad al legislador comunitario de considerar que si la introducción de estas reglas pudiera suponer una desventaja competitiva de las empresas europeas con las empresas estadounidenses, dado que permitiría realizar OPAs en los mercados

---

<sup>23</sup> Consecuencia de esta regla sería por tanto la inaplicabilidad de las medidas anti-OPA, incluyendo todas aquellas cláusulas estatutarias y los documentos fundacionales que se desvíen de las dos premisas señaladas.

de capitales europeos con una mayor facilidad que en los mercados estadounidenses, se pueda limitar el alcance de la Directiva a las OPAs realizadas por empresas europeas.

### **2.3.2. Precio equitativo**

El artículo 5 del texto de la Directiva, en la posición común del Consejo, regulaba los derechos de los accionistas minoritarios en el caso de la obligatoriedad del lanzamiento de una oferta pública de adquisición. El apartado primero del artículo expresamente establecía que en el caso de que una entidad accionista de una sociedad resultara obligada, por haber obtenido el control de dicha sociedad, a lanzar una oferta pública de adquisición, *“dicha oferta se dirigirá a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores a un precio equitativo”*.

Este precepto es básico a la hora de velar por una adecuada protección de los accionistas minoritarios, lo cual constituía sin duda uno de los ejes centrales de la intención de regular las ofertas públicas de adquisición de valores desde la perspectiva comunitaria. Sin embargo, como suele suceder cuando se introducen conceptos jurídicos indeterminados, se podía plantear una gran debate hermenéutico acerca de qué consiste un “precio equitativo”. Situémonos en la cuestión. Una entidad adquiere el control de una sociedad habiendo pasado a ser titular de un 80% de los títulos con derecho a voto. ¿En qué situación quedan los titulares del restante 20%? La legislación obliga a la entidad que posee el control a lanzar una oferta pública de adquisición del porcentaje de capital social restante. En este contexto, la cuestión principal que se plantea gira en torno al precio: a qué precio se realiza la oferta y si se puede pagar en especie mediante otros títulos.

El Grupo Winter entiende que la respuesta que se dé a la noción de precio equitativo es esencial para juzgar el grado de protección de los accionistas minoritarios. Y dicha noción únicamente se debe plantear en el marco de una oferta obligatoria, no en el caso de una oferta voluntaria, ya que en este último caso son las reglas del mercado las que deben enjuiciar el precio. Sin embargo la propia consideración de la noción de precio equitativo plantea un interesante debate: si la definición de “precio equitativo” se enmarca en la Directiva comunitaria, lo que ocurre es que se está comunitarizando un concepto jurídico que abre la puerta a que en el caso de un ulterior litigio judicial, las partes puedan acudir ante el Tribunal de Justicia de las Comunidades para su interpretación<sup>24</sup>, con lo cual se prolonga más irremediabilmente la solución judicial, además de llevar a cabo un desplazamiento competencial a favor de las instancias comunitarias.

Por esta razón, el Informe Winter va a concluir que la noción de “precio equitativo” debe ser materializada dejando libertad a cada uno de los Estados Miembros para que opten por la introducción de uno o varios criterios que

---

<sup>24</sup> Artículo 234 (b) del Tratado de la Comunidad Europea.

satisfagan la exigencia de la Directiva. El Informe Winter propondrá en concreto que el precio equitativo sea igual al precio máximo abonado por el ofertante, dentro o fuera del mercado, por cualquier acción de la misma clase en un plazo de tiempo anterior al momento en el que resulte obligatoria la realización de la oferta, período de tiempo que el Informe Winter sugiere que sea entre 6 y 12 meses. No obstante el Informe deja libertad a los Estados Miembros para que puedan introducir mecanismos de flexibilidad para poder establecer otros criterios que determinen el "precio equitativo" en circunstancias especiales, criterios que podrían incluir precios medios de cotización de las acciones durante un cierto período, valor de liquidación de la sociedad, o cualquier otro admitido en la práctica financiera para valorar empresas. En todos estos casos sería no obstante necesario justificar la aplicación de ese otro criterio.

El Informe Winter añade además que la noción de precio equitativo está indisolublemente ligada a otros dos requisitos. En primer lugar el relativo al momento en el cual se haga la oferta de adquisición, exigiendo de esta forma que la oferta se debe realizar en un plazo máximo de 30 días desde que se haya adquirido el control de la sociedad. En segundo lugar prohibiendo que el oferente adquiera títulos a precios superiores a los ofertados durante un cierto tiempo con posterioridad a la OPA.

### **2.3.3. El derecho de exclusión de minoritarios y el derecho de venta de los minoritarios al mayoritario**

El Informe Winter se ocupa finalmente de estudiar la conveniencia o no de que la Directiva comunitaria sobre ofertas públicas de adquisición regule en el marco de las mismas el derecho de exclusión de minoritarios (*"squeeze-out right"*) y el derecho de los minoritarios a vender sus acciones al mayoritario con posterioridad a la existencia de una oferta pública. La existencia de estos derechos no es desconocida por el derecho societario comparado, si bien no siempre están vinculados a ofertas públicas de adquisición. La cuestión que plantea el Informe Winter es la conveniencia de plantear su existencia como consecuencia de una oferta pública de adquisición.

La previsión de un derecho de exclusión de accionistas minoritarios a favor de un accionista mayoritario que acaba de adquirir un altísimo porcentaje de acciones de una sociedad como consecuencia de una OPA constituye indudablemente una garantía a favor del oferente, ya que se garantiza que si alcanza el porcentaje exigido puede excluir a todos los accionistas minoritarios, obteniendo con ello el control total de la sociedad. La presencia de accionistas minoritarios que por diversos motivos no han aceptado la oferta pública de adquisición puede resultar disfuncional y hacer que el esfuerzo financiero asumido para llevar a cabo la oferta pública no resulte plenamente compensado.

Por esta razón, el Informe Winter recomienda la existencia de un derecho de exclusión de accionistas minoritarios en caso de que el oferente alcance un porcentaje de capital social o una aceptación, por parte de accionistas que desean

vender sus títulos, superior al 90%. El Informe Winter es consciente que este derecho implica una cierta limitación del derecho de propiedad, pero entiende que su existencia conlleva mayores ventajas que inconvenientes.

Con respecto a la previsión de un derecho de los accionistas minoritarios a vender sus acciones al accionista mayoritario, el Informe Winter concluye que este derecho supone un balance adecuado para evitar que el accionista mayoritario abuse de su situación, o para el caso que el bajo volumen de acciones en el mercado las convierta en ilíquidas, así como lo considera un mecanismo adecuado para equilibrar la presión que pueden tener los accionistas minoritarios de acudir a la OPA.

### **2.3.4. Recomendaciones del Informe Winter**

Como resultado de su análisis, el Informe Winter realiza una serie de recomendaciones para la regulación comunitaria de las OPAs que se pueden resumir en los siguientes puntos:

1. Los órganos de administración no pueden adoptar medidas anti-OPA sin la autorización de los accionistas una vez que se haya lanzado la OPA.
2. En el caso de una OPA, sólo deben poder votar accionistas que sean titulares de acciones a través de las cuales asumen el riesgo de la sociedad ("*risk-bearing shares*").
3. Se deben introducir mecanismos que permitan determinar la inaplicabilidad de las medidas anti-OPA en el caso de que la OPA se culmine ("*break-through rule*"), siendo el umbral máximo para su ejercicio un porcentaje de *risk-bearing capital* no superior a un 75%. Para garantizar la virtualidad de esta regla, se debe garantizar al nuevo accionista la posibilidad de convocar inmediatamente después de la OPA una junta general de accionistas.
4. En el caso que en una sociedad existan *risk-bearing* acciones cuya transmisión esté limitada o esté fuera del alcance normal del mercado por no estar cotizadas o por estar documentadas en certificados de depósito, la *break-through rule* debe aplicarse de forma que se permita a la entidad ofertante tener acceso en el marco de la OPA a esas acciones.
5. En el caso de una oferta obligatoria el precio equitativo será igual al precio máximo abonado por el ofertante durante un plazo previo de entre 6 y 12 meses. Se permite que los Estados Miembros introduzcan mecanismos que flexibilicen este criterio en determinados casos.
6. La oferta de adquisición obligatoria se debe realizar en un plazo máximo de 30 días desde que se haya adquirido el control de la sociedad.
7. Se debe prever la existencia con posterioridad a una oferta de un derecho de exclusión de accionistas minoritarios por parte del mayoritario así como de un

derecho de los accionistas minoritarios de vender sus acciones al mayoritario. El umbral de acciones que debe reunir el accionista mayoritario se deja a la discreción de los Estados miembros entre un margen de un 90% y un 95%<sup>25</sup>. El precio de ejercicio de ambos derechos así como la naturaleza de la contraprestación deberá tomar como referencia el precio ofertado en la oferta pública de adquisición.

#### **2.4. LA NUEVA PROPUESTA DE DIRECTIVA DE 2002**

A la luz del Informe Winter, y teniendo en cuenta lo sucedido en la anterior tramitación legislativa, la Comisión realizó el 2 de octubre de 2002 una nueva propuesta de Directiva del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las ofertas públicas de adquisición<sup>26</sup>. Tal y como indicó la Comisión, la nueva propuesta tenía como objetivo responder a las peticiones del Parlamento Europeo, aunque conservaba el ámbito de aplicación, los principios y los objetivos fundamentales de la propuesta anterior.

En palabras de la Comisión la nueva propuesta perseguía aportar una respuesta a las preocupaciones expresadas por el Parlamento Europeo al examinar el texto anterior, pero sin poner en entredicho los principios fundamentales aprobados en la posición común del Consejo. En este sentido, en la nueva propuesta se mantuvo señaladamente la norma según la cual el órgano de dirección de una sociedad afectada por una OPA debe solicitar autorización a los accionistas con carácter previo a la adopción de medidas defensivas.

Las principales disposiciones que se plasmaban en el nuevo texto fueron las siguientes:

- todos los titulares de valores de la sociedad en cuestión deberán recibir un trato equivalente;
- los titulares de valores de una sociedad afectada deberán disponer de tiempo e información suficientes para poder adoptar una decisión al respecto con pleno conocimiento de causa;
- el órgano de administración o de dirección de la sociedad en cuestión deberá obrar en defensa de la sociedad en su conjunto;

---

<sup>25</sup> En realidad, para el caso del derecho de exclusión se prevé que el umbral esté comprendido entre un 90%-95% del capital social, o alternativamente que el umbral se determine en función del número de personas que han aceptado la oferta pública de adquisición (más de un 90%). En el caso del derecho de venta al accionista mayoritario el Informe prevé que el umbral esté entre un 90% y un 95%. La vinculación del umbral al porcentaje de personas que han aceptado la oferta cobra su sentido a la hora de fijar el precio de ejercicio del derecho: si hay un porcentaje superior al 90% que han aceptado la oferta, es señal de que el precio es equitativo.

<sup>26</sup> COM (2002) 534 final.

- está prohibido crear falsos mercados de los valores de la sociedad afectada, de la sociedad oferente o de cualquier otra sociedad interesada por la oferta;
- la sociedad afectada no deberá ver sus actividades obstaculizadas durante más tiempo del que razonablemente requiere una oferta de adquisición de sus valores.

La propuesta también introdujo nuevos elementos que, en gran medida, se inspiran en el informe Winter. Las principales innovaciones del texto son las siguientes:

1. Un derecho de exclusión obligatoria ("*squeeze-out*"), el cual permitirá al accionista mayoritario obligar a los accionistas minoritarios a venderle sus valores. Este derecho se combina con un derecho de recompra obligatoria que, después de una OPA, permitirá que los accionistas minoritarios puedan obligar al accionista mayoritario a comprarles sus títulos;
2. La definición del precio equitativo a pagar en caso de oferta obligatoria, entendiendo por tal "el precio más elevado pagado por los mismos títulos por el oferente o por personas que actúen concertadas con éste, durante un período de seis a doce meses con anterioridad a la oferta";
3. Disposiciones que persiguen implantar unas reglas uniformes de juego para todos los market players, de tal forma que independientemente del Estado Miembro, todos los actores en el mercado estén en un plano de igualdad a la hora de lanzar o ser objeto de ofertas públicas de adquisición. La Directiva propuso en concreto tres nuevos tipos de normas:
  - con el fin de reforzar los requisitos de transparencia y de publicidad, el nuevo texto propone que, en su informe de gestión, las sociedades revelen las estructuras de capital y de control, así como las medidas defensivas adoptadas;
  - con el fin de suprimir los obstáculos ilegales a la transferencia de valores, una segunda norma propone que, una vez publicada la oferta y durante el período autorizado para su aceptación, no pueda oponerse al autor de la OPA ninguna restricción a tal transferencia inscrita en los estatutos o en los pactos parasociales. Además, cualquier restricción al derecho de voto dejará de aplicarse cuando la asamblea general de accionistas de la sociedad afectada tenga que decidir la posible aprobación de medidas defensivas. Cuando hubiere obtenido el número de acciones que, en las condiciones normales del Derecho nacional, le permita modificar los estatutos o el órgano de administración de la sociedad en cuestión, el oferente podrá aplicar además un procedimiento de "*break-through*" que le permita convocar una asamblea general durante la cual no será aplicable ninguna restricción a la transferencia de acciones o al derecho de voto;

- por último, para garantizar que la Directiva sea adaptable a las evoluciones del mercado y que algunas de sus disposiciones puedan ser revisadas ulteriormente, el texto incluye una cláusula de revisión: cinco años después de su entrada en vigor, la Comisión podrá proponer modificar las disposiciones relativas a la igualdad de las reglas de juego;
4. Normas que clarifican los derechos de los empleados. En la propuesta anterior ya se había previsto la obligación de informar detalladamente a los empleados o a sus representantes en caso de OPA. La nueva propuesta hace extensiva a la sociedad oferente la obligación de informar o de consultar a los empleados. Indica, además, específicamente que procede aplicar las distintas disposiciones comunitarias sobre esta cuestión, como la Directiva 94/45/CE sobre constitución de un comité de empresa europeo, la Directiva 98/59/CE sobre despidos colectivos y la Directiva 2002/14/CE sobre información y consulta de los trabajadores.

La propuesta de Directiva preveía la obligación por parte de los Estados Miembros de designar a una o varias autoridades competentes para supervisar el desarrollo de las OPA. Estas autoridades podrán ser organismos públicos o privados. Con arreglo a los principios generales del Derecho comunitario, las decisiones de la autoridad competente deberían poder ser recurridas con arreglo al Derecho nacional.

¿Cuáles eran las diferencias de la nueva propuesta con respecto a la de 1996? En primer lugar la definición de lo que se entiende por precio equitativo en el caso de una OPA obligatoria. En segundo lugar, manteniendo el principio de que el órgano de administración debe consultar con la Junta de accionistas para emprender medidas defensivas, se introduce el requisito de que toda compañía debe hacer públicas sus estructuras de control y los mecanismos de defensa anti-OPA que pueda tener vigentes, para el conocimiento incluso de los propios accionistas, quienes deberán pronunciarse sobre dichas medidas cada dos años<sup>27</sup>. Igualmente la regla de "*break-through*" y los derechos de "*squeeze-out*" y "*selling-out*" eran nuevos. Respondiendo a la inquietud del Parlamento Europeo se introdujo un nuevo artículo sobre información y consultas con los empleados.

Con la propuesta se inició de nuevo el camino legislativo de la Decimotercera Directiva. El Consejo dio instrucciones al COREPER indicándole la prioridad de esta propuesta<sup>28</sup>, así como que no se deberían abrir discusiones sobre cuestiones que ya se habían acordado en el texto del Comité de Conciliación de la propuesta anterior<sup>29</sup>. Desde el principio fue evidente que las dos cuestiones que iban a

---

<sup>27</sup> COM (2002) 534 final. Artículo 10.3: Los Estados miembros velarán por que, en las sociedades cuyos valores se negocien en un mercado regulado de un Estado miembro, la junta general de accionistas se pronuncie al menos cada dos años sobre los aspectos estructurales y mecanismos de defensa [...]

<sup>28</sup> Consejo de competitividad de 14 de noviembre de 2002.

<sup>29</sup> Los trabajos se centraron en los artículos 5, 9, 10, 11, 13, 14, 15 y 17, y no en el resto por ser artículos que ya figuraban en el texto aprobado por el Comité de Conciliación en Julio de 2001.

plantear los principales debates sobre el texto serían los artículos 9 y 11, referidos, respectivamente, a las obligaciones del órgano directivo de las compañías y las posibles medidas anti-OPA -y por tanto el papel decisorio de los accionistas-, y la regla de “*break-through*”. De hecho, con respecto al resto de artículos, la Presidencia griega presentó el 14 de febrero de 2003 una propuesta transaccional sobre todos los artículos nuevos, excepto sobre los artículos 9 y 11. En el informe de situación del expediente de 21 de febrero de 2003, la Presidencia del Consejo afirmó que “*la principal cuestión pendiente en la búsqueda de una propuesta transaccional es la de lograr un buen equilibrio entre los artículos 9 y 11 con vistas a establecer la igualdad de condiciones dentro de la Unión Europea*”<sup>30 31</sup>.

En el momento inicial, el Reino Unido, Irlanda, Finlandia y Dinamarca indicaron que sus respectivos Parlamentos debían realizar un estudio de la propuesta, antes de dar una respuesta sobre la misma. Así en concreto, el *Select Committee* de la Cámara de los Lores en el Reino Unido elaboró un detallado informe sobre la propuesta de Directiva<sup>32</sup>, el cual fue hecho público el 24 de junio de 2003.

En el marco de los debates en sede parlamentaria, la Comisión de Industria, Comercio Exterior, Investigación y Energía del Parlamento Europeo hizo pública una Opinión el día 30 de abril de 2003 sobre la propuesta de Directiva<sup>33</sup>. Esta opinión fue favorable a la propuesta de Directiva pero cuestionaba por qué se habían

---

<sup>30</sup> El propio informe de situación plantea la disyuntiva ante la que se encontraban los Estados miembros: “parece haber dos vías diferentes para establecer una igualdad de condiciones (“level playing field”): la vía de la máxima armonización, que incluye el refuerzo del artículo 11, sin modificar el artículo 9, y la vía de no insistir tanto en una solución comunitaria para las medidas de defensa, que se centra principalmente en limitar el alcance del artículo 9 y en abordar también sobre esta base las cuestiones que se plantean en el artículo 11”.

En el marco de estos debates, una de las principales cuestiones era la regulación de las acciones que confieren derechos múltiples de voto (“multiple voting rights”), habituales en los países nórdicos, y el sistema francés de títulos de voto doble. Frente a las recomendaciones del Informe Winter, la propuesta de la Directiva, no contemplaba la aplicación para estas acciones de la regla de “*break-through*” de neutralización, de tal forma que seguían confiriendo los mismos derechos de voto. La opinión de la Comisión de Industria del Parlamento Europeo de 30 de abril de 2003 destacará este hecho. En la versión final de la Directiva sí se va a incidir sobre dicha regulación.

<sup>31</sup> El informe del Director General de la entidad de supervisión británica, Panel on Takeovers and Mergers, sobre el año 2002-2003, indicaba el día 31 de marzo de 2003 que:

*“Despite many intense negotiations following the publication of the revised proposal in October last year, Member States have yet to reach agreement on the revised proposal. Some Member States are unwilling to support Article 9 (frustrating action), unless Article 11 (break-through) is extended along the lines suggested by the expert group in order to enable a bidder to override double or multiple voting rights. Possible compromises to reach agreement might include the deletion of Articles 9 and 11 or significant dilution of the restrictions in Article 9. Although the Directive remains a minimum standards directive (which, broadly, means the UK can have higher regulatory standards than specified in the Directive), the Panel would struggle to see the benefits of a Directive that removed or weakened Article 9 and hence allowed target company boards to frustrate offers against the wishes of their shareholders”.*

*Vid.* The Takeover Panel. Report on the year ended. 31 March 2003.

<sup>32</sup> Select Committee on the European Union. If at first you don’t succeed takeover bids again. Session 2002-2003, 28th Report.

<sup>33</sup> Ponente Sr. Giles Bryan Chichester.

incluido determinadas disposiciones que se apartaban del Informe Winter<sup>34</sup>. Posiblemente el análisis más interesante de esta Opinión fue el relativo a la conveniencia de introducir la condición de reciprocidad a la hora de permitir la aplicación de la Directiva a ofertas públicas de adquisición formuladas por oferentes no comunitarios. El Informe Winter se había inclinado por limitar la aplicación de la Directiva estrictamente a empresas con domicilios sociales en Europa<sup>35</sup>. La Opinión de la Comisión de Industria entiende que limitar la fórmula del *break-through* a OPAs lanzadas por empresas europeas no es conveniente, sino que el contenido de la OPA debería también aplicarse a otras empresas sobre la base de un régimen de reciprocidad, de tal forma que, en el caso de una OPA lanzada por un oferente no comunitario, si se verificara la condición de que una empresa europea pudiera realizar una OPA en términos y condiciones similares sobre una empresa domiciliada en el país de origen de dicho oferente, se le debería aplicar la regulación prevista en la Directiva. En definitiva en la Opinión se planteaba la posibilidad de establecer una cláusula de reciprocidad. Como luego veremos, la cláusula de reciprocidad terminará plasmándose en el texto definitivo de la Directiva, pero no se limitará a una reciprocidad en términos de legislaciones nacionales -como suele ser lo habitual-, sino que será una reciprocidad referida a las medidas defensivas previstas en las compañías afectadas.

El 14 de mayo de 2003 el Comité Económico y Social Europeo emitió su dictamen favorable<sup>36</sup> sobre la propuesta de Directiva, si bien hizo una serie de observaciones específicas solicitando que se tuvieran en cuenta. Entre las principales observaciones realizadas se sugirió que no se dejara a los Estados miembros la libertad para determinar qué se debía entender por porcentaje de control a efectos de la obligación de tener que realizar una OPA obligatoria, sugiriendo que el porcentaje que se fijara por cada Estado estuviera entre un 30% y un 40% de los derechos de voto de la sociedad<sup>37</sup>. Dicha observación no fue tenida en cuenta<sup>38</sup>. Por el contrario, fueron aceptadas las observaciones tendentes a reducir el plazo de la convocatoria de la Junta de Accionistas para discutir sobre medidas defensivas, desde tres a dos semanas (artículo 9.4); y la observación de condicionar la

---

<sup>34</sup> Como por ejemplo la no previsión en la propuesta de Directiva de aplicar la regla de neutralización a las acciones con múltiples derechos de voto de tal forma que se aplique el principio de una acción-un voto ("one share-one vote") o a las golden shares; o la no clarificación de las competencias en caso de jurisdicciones compartidas cuando se planteen situaciones conflictivas.

<sup>35</sup> "If, however, political concerns would remain, it could be considered whether to allow Member States to provide that the benefits of the application of the principles of shareholder decision making and proportionality between risk-bearing and control as recommended in this report can only be enjoyed by European listed companies making general takeover bids for other European listed companies, to the extent this would not violate international agreements and could practically be enforced".

<sup>36</sup> Publicado en el Diario Oficial de la Unión Europea C208, 3 de septiembre de 2003.

<sup>37</sup> En el transcurso de los debates en el seno del Consejo, Francia sugerirá en un determinado momento que la Directiva indicara un porcentaje entre el 25% y el 40% de los derechos de voto, si bien finalmente la Directiva no lo reflejará.

<sup>38</sup> Otro ejemplo de las dificultades en la traducción. En la versión española del Dictamen se traduce "golden parachute" como "patada de oro" (Observación 2.6.1.5)

exigencia a una sociedad para que informe sobre los pactos de accionistas existentes -artículo 10.1(j)- a que tenga conocimiento de ellos<sup>39 40</sup>.

El Consejo de Competitividad celebrado el día 19 de mayo de 2003<sup>41</sup> analizó el texto de la Directiva y constató que todavía no se había alcanzado acuerdo alguno sobre las que consideraba "*las disposiciones clave del proyecto de Directiva*", a saber, las medidas defensivas que se pudieran adoptar una vez hecha pública una oferta pública de adquisición (artículo 9) y las disposiciones referentes a fórmula de neutralización (artículo 11).

El Comité de Representantes Permanentes mantuvo una reunión el día 14 de noviembre de 2003, y sobre la base de las discusiones habidas y de las posiciones enfrentadas de las distintas delegaciones, la Presidencia italiana presentó una propuesta transaccional que perseguía aunar las posiciones de los distintos Estados miembros<sup>42</sup>.

Existían numerosos puntos abiertos. Por un lado, Finlandia, Dinamarca y Suecia cuestionaban que la propuesta de Directiva respetara el principio de proporcionalidad consagrado por el artículo 5 del Tratado de la Comunidad Europea.

Desde otro punto de vista había numerosos países que cuestionaban el alcance de la Directiva en cuanto a posibles oferentes no comunitarios, dado que entendían que si se aceptaba dicha aplicación, sus empresas nacionales podrían verse comparativamente perjudicadas. De esta forma, Alemania, Luxemburgo, el Reino

---

<sup>39</sup> Los artículos 11 de la Ley de Sociedades de Responsabilidad Limitada y 7 de la Ley de Sociedades Anónimas establecen que "los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles frente a la sociedad". La doctrina era unánime al considerar que se considera reservado todo aquel pacto que no constara en los Estatutos Sociales. La situación ciertamente ha cambiado como consecuencia de la entrada en vigor de la Ley 26/2003 con respecto al menos a las sociedades anónimas cotizadas. El nuevo artículo 112 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores redactado por la citada Ley 26/2003 regula la publicidad de los pactos parasociales, definiéndolos como aquellos pactos que incluyan la regulación del ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades anónimas cotizadas. Y establece que "*la celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial que tenga por objeto el ejercicio del derecho de voto en las juntas generales o que restrinja o condicione la libre transmisibilidad de las acciones [...] o de obligaciones convertibles o canjeables habrá de ser comunicada con carácter inmediato a la propia sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores, acompañando copia de las cláusulas del documento en el que conste, que afecten al derecho de voto o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones [...]*".

<sup>40</sup> Existe una frase en el dictamen que nos parece ciertamente sorprendente que no podemos menos que reflejar: "*2.7.1.2. Por último, es difícil comprender en qué sentido los acuerdos entre accionistas, en los que no participan ni la sociedad ni la dirección, pueden plantear dificultades con respecto a una Directiva sobre las ofertas públicas*". Ciertamente las dificultades que un pacto de accionistas puede suponer frente a una OPA, particularmente si el pacto contiene medidas defensivas, son patentes, por lo que desconocemos qué pretendía afirmar el Comité en el dictamen con ese comentario.

<sup>41</sup> Sesión nº 2510 del Consejo de Competitividad -Mercado Interior, Industria e Investigación-.

<sup>42</sup> Nota de 21 de noviembre de 2003 de la Presidencia al Consejo. Documento 15089/03.

Unido y Austria solicitaron que la Directiva permitiera expresamente a los Estados miembros excluir a las sociedades oferentes situadas fuera de la Comunidad de poder beneficiarse de algunas de sus disposiciones. Sin embargo, otros Estados miembros, como Finlandia, Suecia y Francia manifestaron su firme oposición a una cláusula de estas características.

Con respecto a las medidas defensivas y a la regla de neutralización, Finlandia, Bélgica, Holanda, Luxemburgo, Suecia y Dinamarca formularon sus reservas sobre la redacción de los artículos 9 y 11<sup>43</sup> y sugirieron textos alternativos. Particularmente solicitaron que se hiciera un estudio sobre las estructuras de control o barreras que no estuvieran todavía cubiertas por la redacción del artículo 11 de la propuesta de Directiva.

La propuesta original de Directiva preveía la aplicación de la regla de neutralización no sujeta a condición alguna. Sin embargo durante el procedimiento legislativo se incorporó a la propuesta un apartado 4 bis al artículo 11, por el cual la inaplicabilidad de determinadas disposiciones que constituían barreras de entrada debía generar un derecho a favor de los perjudicados a una compensación equitativa, imponiendo a los Estados la obligación de fijar el procedimiento de cálculo de dicho importe y la forma de pago. Numerosos países formularon sus reservas ante dicha cláusula, si bien la mayoría únicamente cuestionó la redacción entendiendo que la Directiva debiera señalar, al menos a modo de orientación, quién debía ser considerado al pago de pagar esa compensación.

A la propuesta se incorporará asimismo un artículo 11 bis, que finalmente se convertirá en el artículo 12, y que constituirá la base sobre la que se cimentará el acuerdo entre los Estados miembros, al establecer la posibilidad que a estos se ofrece de no exigir a las empresas la aplicación de los artículos 9 (apartados 2 y 3) y 11. De esta forma, las dos grandes innovaciones de la propuesta de Directiva se van a diluir, en la medida que queda a discreción de los Estados a la hora de trasponer la Directiva exigir la aplicación de las reglas de los artículos 9 y 11 o no. Fueron numerosas cuestiones políticas y jurídicas, siendo una de ellas las discrepancias existentes entre los distintos derechos societarios de cada uno de los Estados, las que influyeron para que se optara por un texto de compromiso que establecía una aplicación opcional de las reglas de los citados artículos. Sobre la base de dicho régimen alternativo, el día 26 de noviembre de 2003 el Consejo de Competitividad finalmente alcanzó un acuerdo político<sup>44</sup> -con la abstención de la delegación española- sobre un planteamiento general de la Directiva. Se acordó un texto transaccional, así como la redacción de una declaración que debía constar en el acuerdo definitivo del Consejo en el cual se adoptara la Directiva<sup>45</sup>. La declaración versaba sobre las OPAs obligatorias e implicaba el reconocimiento de que cada uno de los Estados miembros podía establecer en su legislación nacional

---

<sup>43</sup> Formulando incluso la delegación danesa una reserva sobre la posible inconstitucionalidad conforme a su Constitución de la regla de neutralización.

<sup>44</sup> Sesión nº 2547 del Consejo -Competitividad- Mercado Interior, Industria e Investigación

<sup>45</sup> Ambos textos constan en la Nota remitida por la Secretaría General del Consejo a todas las delegaciones. Documento 15476/03 de 28 de noviembre de 2003.

una excepción a la obligación de tener que presentar una OPA obligatoria *“cuando se haya obtenido el control como consecuencia de una oferta voluntaria presentada conforme a la presente Directiva a todos los titulares de por lo menos el 60% de los derechos de voto, [...] a condición de que la oferta haya sido aprobada por la mayoría de los accionistas con derechos de voto, excluyendo del cálculo los valores que ostenten el oferente y cualquier accionista que individual o conjuntamente ostenten más del 10% de los derechos de voto”*.

Lógicamente, la Comisión Europea, o, más señaladamente, el Comisario Bolkestein, principal impulsor de la propuesta, se declaró abiertamente contrario a los regímenes alternativos introducidos en la propuesta por parte de la Presidencia italiana. Desde su punto de vista, la introducción de las disposiciones opcionales en el texto de la Directiva implicaba el envío de un mensaje equívoco a los mercados. El Comisario amenazó incluso con retirar la propuesta de Directiva, lo cual hubiera implicado su no aprobación<sup>46</sup>. Los miembros de la Comisión no optaron por esta vía, permitiendo así que las negociaciones continuaran<sup>47</sup>.

La Directiva debía ser aprobada siguiendo el procedimiento de codecisión del artículo 251 del Tratado de la Comunidad Europea<sup>48</sup>. Conforme a dicho procedimiento el Parlamento debía emitir en primera lectura su dictamen sobre la propuesta. El 27 de noviembre de 2003 la Comisión de Asuntos Jurídicos y Mercado Interior del Parlamento Europeo aprobó el informe sobre la propuesta de Directiva<sup>49</sup>, cuya versión definitiva sería hecha pública el 8 de diciembre de 2003. La Comisión de Asuntos Jurídicos propuso 30 enmiendas a la propuesta original de la Comisión<sup>50</sup>, las cuales reflejaban el compromiso alcanzado en el Consejo. El informe fue sometido a votación en el Parlamento Europeo el día 16 de diciembre de 2003 siendo aprobado por 321 votos a favor, 219 en contra y 9 abstenciones<sup>51</sup>, de tal forma que el Parlamento Europeo emitió su dictamen sobre la propuesta de Directiva incorporando 30 enmiendas.

---

<sup>46</sup> Recordemos que el artículo 250.2 TCE faculta a la Comisión a modificar en cualquier momento su propuesta en tanto en cuanto el Consejo no se haya pronunciado.

<sup>47</sup> El portavoz de la Comisión, Sr. Jonathan Todd, dijo que en el texto de la Directiva había un margen de maniobra por la existencia de la cláusula que permitía revisar la Directiva en un plazo de 5 años. La posición de muchos Estados era que ciertamente se trataba de un texto de compromiso, pero que era mejor alcanzar un cierto acuerdo y aprobar la Directiva a dejar que la propuesta pereciera tal y como ya había ocurrido con anterioridad.

<sup>48</sup> En el análisis del procedimiento legislativo es importante tener en cuenta que las tres instituciones involucradas mantuvieron continuos contactos con el fin de llegar a una aprobación en primera lectura, tal y como establece la Declaración común sobre las modalidades prácticas del nuevo procedimiento de codecisión, DO C 148 de 28 de mayo de 1999.

<sup>49</sup> En una votación con 19 votos a favor, 10 en contra y dos abstenciones.

<sup>50</sup> Es importante tener en cuenta que el Parlamento debía informar sobre la propuesta original de Directiva, de tal forma que todas las modificaciones introducidas en los debates del Consejo no contaban para el Parlamento Europeo. Lo que hizo el informe que se convertiría en el dictamen del Parlamento Europeo es introducir formalmente en ese momento las enmiendas sobre el texto de la propuesta original de la Comisión, si bien siguiendo la redacción que se había acordado en el seno del Consejo.

<sup>51</sup> Los más críticos con el texto actual fueron los grupos de izquierda, que no estaban satisfechos con los derechos de información y consulta previstos en la Directiva para los empleados en caso de OPA.

Dado que las enmiendas del Parlamento Europeo eran conformes con el enfoque general adoptado por el Consejo, el Comité de Representantes Permanentes sugirió al Consejo que, previa la revisión jurídico-lingüística del texto, aprobara el mismo con todas las enmiendas contenidas en el dictamen. En virtud de lo previsto en el artículo 250.1 TCE, la aprobación por parte del Consejo debe ser por unanimidad por todos los Estados miembros.

La Comisión ya ha comunicado el texto de la declaración que emitirá con su juicio sobre la Directiva aprobada, que consideramos conveniente reproducir:

*“A consecuencia del rechazo por parte del Parlamento Europeo de la propuesta transaccional de 4 de julio de 2001, la Comisión se esforzó por dar respuesta, en particular a los deseos del Parlamento Europeo, presentando una nueva propuesta, más ambiciosa, en 2003. La Comisión lamenta observar que la Directiva, tal como ha sido finalmente adoptada, se sitúa por debajo del nivel deseado en el texto transaccional debatido en 2001.*

*Puntos esenciales de la Directiva son ahora optativos. Los Estados miembros pueden decidir no aplicar el artículo 9, que contiene el importante principio de que son los accionistas quienes tienen que decidir adoptar o no medidas de defensa tras la presentación de la oferta. Los Estados miembros también pueden excluir el artículo 11, que permitiría a un oferente aceptado neutralizar medidas de defensas anteriores a la oferta. Además, las disposiciones optativas del artículo 12 pueden retirarse, lo que ocasiona incertidumbre en el mercado en lo que se refiere al comportamiento de las empresas en términos de medidas de defensa. Esta situación es claramente insatisfactoria y no contribuirá a conseguir los objetivos de la Agenda de Lisboa.*

*La Comisión tiene intención de supervisar la aplicación de la Directiva y la evolución de la situación en el mercado interior y presentar nuevas propuestas cuando sea necesario”.*

### **3. PRINCIPALES CONTENIDOS DE LA DECIMOTERCERA DIRECTIVA**

El análisis del proceso de tramitación nos ha permitido incidir en los principales problemas planteados en la Decimotercera Directiva así como las reglas que la misma introduce.

#### **3.1. OBJETIVOS DE LA DIRECTIVA. PRINCIPIOS GENERALES**

De acuerdo con el Plan de Acción sobre Servicios Financieros, la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición tenía como objetivo principal dotar a los mercados de seguridad jurídica e impedir que las reestructuraciones de empresas de la Unión Europea se vieran distorsionadas por diferencias arbitrarias entre Estados miembros.

De hecho la aprobación de la Directiva se enmarcaba en la búsqueda de un entorno seguro y transparente para las reestructuraciones transfronterizas, junto con otras iniciativas normativas como el Estatuto de la Sociedad Europea, la Directiva sobre fusiones transfronterizas, etc.

En la Directiva, estos objetivos se subordinan a otro anterior: el Considerando primero del texto de la Directiva indica que la Directiva lo que persigue es coordinar las garantías que los Estados exigen a las sociedades cuyos valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado, con el fin de proteger los intereses, tanto de los socios como de terceros. El objetivo previsto en el Plan de Acción se refleja en la Directiva en el Considerando tercero cuando afirma que es preciso *“impedir que los planes de reestructuración de sociedades en la Comunidad se vean falseados por diferencias arbitrarias en las culturas de administración y gestión”*.

Los objetivos de la Directiva se plasman a nuestro juicio en el artículo 3 de la misma y en los principios generales que establece. De acuerdo con el citado artículo, los siguientes principios deben respetarse:

- principio de equivalencia de trato (*“equal treatment principle”*): todos los titulares de valores de una sociedad afectada de la misma clase deben recibir un trato equivalente;
- protección de accionistas minoritarios: cuando como consecuencia de una OPA se adquiera el control de una sociedad, debe protegerse al resto de titulares de acciones;
- toda OPA debe respetar una serie de garantías que permita a los accionistas de la sociedad objeto disponer de tiempo y oportunidad para formarse un juicio y adoptar una decisión sobre la conveniencia de la OPA;
- neutralidad del órgano de administración de la sociedad frente a los accionistas y actuación en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto;
- se debe exigir a todo oferente que disponga de recursos para hacer frente a las contraprestaciones a las que se compromete al lanzar una OPA;
- una OPA debe tener una duración razonable que no afecte al normal funcionamiento de la sociedad objeto.

Con respecto al principio de equivalencia de trato, se han pronunciado algunos autores<sup>52</sup> afirmando que la traducción a cada idioma del término equivalencia

---

<sup>52</sup> Silja Maul, Athanasios Koulouridas, *The Takeover bids Directive*, German Law Journal N.4 (April 2004). Estos autores señalan por ejemplo que un tratamiento equivalente permitiría entender que es posible ofertar a todos los accionistas de una sociedad un determinado precio por sus acciones pero con dos formas de pago distintas: a unos en dinero y a otros en acciones. Esto podría ser entendido como un trato equivalente pero ciertamente no como un trato igual.

puede plantear problemas, dado que equivalencia de trato no siempre puede ser interpretada como igualdad de trato<sup>53</sup> y dependiendo cómo se traduzca puede llevar a conclusiones distintas.

En la versión definitiva de la Directiva, ésta se aplica a aquellas ofertas públicas de adquisición que se dirijan sobre la totalidad o sobre parte de los valores de una sociedad, siempre y cuando tenga por objetivo o sea consecuencia -en el caso de la OPA obligatoria- la toma de control de la sociedad afectada<sup>54</sup>.

### 3.2. CONTENIDO DE LA DIRECTIVA. REGLAS ESENCIALES

#### a) Autoridad supervisora y derecho aplicable

El artículo 4 de la Directiva establece la obligación para los Estados miembros de designar a una autoridad supervisora, cuya función será realizar la supervisión de las ofertas públicas de adquisición. La Directiva deja libertad a los Estados para determinar la naturaleza jurídica, pública o privada, de dicha autoridad<sup>55</sup>.

Una de las cuestiones importantes que aborda la Directiva es la determinación del derecho aplicable en el caso de una OPA transfronteriza. Esta cuestión, al que quizás en el ámbito político no se le ha concedido una gran importancia, es sin duda relevante en el plano jurídico. Lo primero que se debe plantear un “operador jurídico” cuando prepara o analiza una OPA transfronteriza es determinar cuál es la ley aplicable. A fecha de hoy no existen reglas de conflicto claras que nos permitan decidir, por ejemplo, qué ley sería aplicable en el caso de una OPA lanzada por una compañía alemana contra una compañía francesa con establecimientos en Italia -y por tanto con trabajadores en ese país- que cotizara en Londres -o incluso en las bolsas de varios países, como es el caso de las principales empresas europeas- con accionistas repartidos por distintos países.

El informe de la Comisión de Asuntos Jurídicos del Parlamento Europeo de 29 de noviembre de 2000 sobre la anterior propuesta de Directiva analizaba

---

<sup>53</sup> En la traducción alemana que se está barajando de la Directiva la palabra es “gleich”, que significa igualdad.

<sup>54</sup> El artículo 60 de la Ley del Mercado de Valores habla de “participación significativa”, concepto que al realizar la transposición de la Directiva deberá coordinarse con el de “toma de control” de la Directiva.

<sup>55</sup> Recordemos por ejemplo el caso inglés, donde la autoridad es el Panel on Takeovers and Mergers, fundado en 1968. Se trata de un “non-statutory body”, cuya función es supervisar el respeto de las “buenas prácticas”. La posición inglesa a lo largo de la negociación de la Directiva consintió en mantener que la mayoría de las ofertas públicas de adquisición en el pasado han tenido lugar en el Reino Unido, y la función del Takeovers Panel ha sido altamente efectiva, ejerciendo en muchas ocasiones una función revestida más de *autoritas* que de *potestas*. A juicio del *Select Committee* en el informe de 24 de junio de 2003 citado anteriormente: “*The Directive [...] would require the Panel and the Code to be put on a statutory footing. This could provide more opportunities for legal challenge, which could be used tactically to obstruct a bid.*”

expresamente la cuestión de la ley aplicable. Desde el punto de vista de esta Comisión, la ejecución de una oferta pública de adquisición transfronteriza podría plantear importantes problemas conflictuales. Si una OPA finalizaba en un contrato de compraventa de títulos valores, de acuerdo con el Convenio de Roma sobre la Ley aplicable a las Obligaciones Contractuales, y en defecto de pacto expreso, la ley aplicable es la del país donde se deba efectuar la prestación característica, y la Comisión entendía que la prestación característica era la entrega de los títulos, por lo que la ley aplicable podría llegar a ser la ley de residencia de la parte que vendiera los títulos. Por esta razón era necesario que la Directiva introdujera reglas conflictuales claras.

Sin embargo, los problemas conflictuales no se plantean únicamente en la esfera privada del contrato de compraventa ulterior, sino que se plantean, primero, y a nuestro juicio de forma preminente, en la esfera jurídico-pública: determinación de la autoridad supervisora; determinación de las reglas y por tanto de los umbrales que determinen la obligación de lanzar una oferta obligatoria; deberes de información socio-laboral; régimen administrativo sancionador, etc. A causa de estas consideraciones, la regulación de la ley aplicable está estrechamente vinculada a la determinación de la autoridad supervisora competente.

La Directiva ofrece reglas para determinar la autoridad supervisora y las reglas aplicables. Son dos los criterios básicos: el del domicilio social<sup>56</sup> y el del lugar de cotización: la autoridad supervisora competente será la del Estado miembro en el que se ubique el mercado regulado donde los valores de la empresa se hubieran admitido por vez primera<sup>57</sup>.

Con respecto a la ley aplicable, el artículo 3.2 (e) de la Directiva establece un criterio en el caso de OPAs transfronterizas, que muy previsiblemente será fuente de conflictos en el futuro, al diferenciar entre las normas aplicables por un lado a la contraprestación ofrecida y al procedimiento de oferta (información a presentar por el oferente y forma de divulgación de la oferta), y por otro lado las relativas a la información a empleados, las actuaciones del órgano de administración, el porcentaje de derecho de voto que confiere el control y las excepciones a la obligación de presentar una oferta. En el primer caso, la ley aplicable será la del

---

<sup>56</sup> El concepto de domicilio social tampoco es pacífico, a causa de las diferencias existentes en la legislación de los Estados Miembros que regulan de las sociedades en función de su lugar de constitución ("teoría de la constitución") o en función del lugar de su sede efectiva de negocio ("teoría de la sede"). Es interesante en este contexto ver la doctrina de la Sentencia *Centros* del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas de 9 de marzo de 1999, así como los comentarios a la misma en F.J. Garcimartín Alférez, *La Sitztheorie es incompatible con el Tratado CE*, R.D.M., 1999, págs. 645 y ss.; y Diana Sancho Villa, *La teoría de la sede y el Derecho Comunitario: a propósito de la sentencia "Centros"*. Revista Electrónica de Estudios Internacionales ([www.reei.org](http://www.reei.org)), Num. 2/2001.

<sup>57</sup> Solución conflictual que no agota todas las posibilidades. Recordemos por ejemplo el caso *Jazztel p/c*, sociedad de cartera domiciliada en el Reino Unido, cuyo primer lugar de cotización fue el Nasdaq, aunque actualmente cotiza únicamente en el Nuevo Mercado de Madrid, siendo su lugar de implantación a través de sociedades filiales España y Portugal, y no teniendo actividad en el Reino Unido.

Estado miembro donde resida la autoridad competente. En el segundo caso, las normas aplicables serán las del Estado miembro en el que la sociedad afectada tenga su domicilio social, lo que resulta incomprensible.

## **b) Oferta obligatoria y precio equitativo**

La Directiva establece como principal mecanismo de tratamiento paritario de todos los accionistas de una sociedad la obligatoriedad del lanzamiento de una OPA ("*mandatory bid*") en el caso de adquisición del control en una sociedad sobre todas las acciones existentes. Así se establece en el artículo 5. Con la inclusión de este mecanismo, la Directiva comunitaria se distancia de la normativa estadounidense, donde dicho principio no existe. Desde el punto de vista de algún autor<sup>58</sup> esta regla supone verdaderamente la creación de un *level playing field* con el mercado americano, funcionalmente equivalente a las medidas de defensa que la legislación norteamericana permite adoptar a los órganos de administración. Dado que en Estados Unidos no existe la OPA obligatoria<sup>59</sup>, es legítimo permitir que los órganos de administración actúen en defensa de los accionistas. De hecho, en Estados Unidos se acepta la "*business judgement rule*" como criterio para permitir que los administradores decidan, bajo su responsabilidad, qué medidas defensivas conviene adoptar con el fin de defender a la empresa y por ende a los accionistas.

La Directiva establece de esta forma que en caso de que una persona adquiera directa o indirectamente el control de una sociedad, dicha persona esté obligada a presentar una oferta a fin de proteger a los accionistas minoritarios de la sociedad. La oferta se debe dirigir a todos los titulares de valores y se realizará por la totalidad de sus valores a un precio equitativo.

La definición de lo que se debe entender por precio equitativo ha sido otra de las cuestiones largamente debatidas. Como ya hemos indicado, ese fue el objeto de uno de los capítulos del Informe Winter. Con independencia de que se permiten excepciones, la Directiva establece que se entenderá por precio equitativo "*el precio más elevado que haya abonado por los mismos valores el oferente o personas que actúen de concierto con el mismo durante un período que determinarán los Estados miembros y que no podrá ser inferior a seis meses ni superior a doce*" antes de la fecha en que se lance la OPA obligatoria.

El apartado 2 del artículo 5 establece que no existirá la obligación de lanzar una oferta obligatoria cuando se haya adquirido el control como consecuencia de una OPA previamente lanzada sobre todos los valores de una sociedad. La regla parece lógica. Sin embargo creemos que se debería haber condicionado dicha regla a la prohibición expresa de las ofertas denominadas *two-tier bid*, habituales en los mercados estadounidenses, en las cuales el oferente ofrece un precio por las

---

<sup>58</sup> Vid. Johannes Adolff, en The "golden share" judgements of the European Court of Justice and the liberalization of the European Capital Markets, German Law Journal No.8 (agosto 2002)

<sup>59</sup> Ni en el ámbito federal ni en el ámbito estatal, al menos en Delaware, estado donde están domiciliadas la mayoría de las empresas que cotizan en la bolsa de Nueva York.

primeras acciones que supongan el 51% del capital social y un precio inferior por el resto del capital social.

### **c) El deber de neutralidad del órgano de administración**

El artículo 9 de la Directiva responde a la filosofía del Informe Winter: los accionistas deben ser en última instancia quienes tengan la palabra. De esta forma, la Directiva establece que el órgano de administración de una sociedad objeto de una OPA no podrá emprender o acometer ninguna medida defensiva que “pueda impedir el éxito de la oferta”, sin obtener previamente el visto bueno de la Junta general de accionistas. Incluso en el caso de medidas acordadas con anterioridad al lanzamiento de la OPA y que debieran ser llevadas a cabo por el órgano de administración, si las mismas pudieran suponer obstáculos a la OPA, el órgano de administración deberá abstenerse de ejecutarlas y solicitar la confirmación de las mismas por parte de la Junta general de accionistas. La única excepción a dicha regla es la autorización para buscar ofertas competidoras, es decir, un caballero blanco –sea un *white knight* o un *white squire*-. Expresamente se prohíbe al órgano de administración realizar cualquier emisión de valores que pueda impedir al oferente de manera duradera adquirir el control de la sociedad afectada.

La única actuación crítica que se le permite al órgano de administración es la redacción de un dictamen en el que podrá exponer su punto de vista y su valoración de la oferta pública de adquisición recibida.

Este deber de neutralidad suscitó muchas oposiciones, principalmente por el convencimiento de que si los órganos de administración de las empresas americanas pueden adoptar medidas defensivas y los órganos de administración de las europeas no, el level playing field no se está logrando. Esta fue la posición del Ponente Sr. Klaus-Heiner Lehne en el informe<sup>60</sup> que preparó con recomendaciones para la segunda lectura del Parlamento Europeo en la tramitación de la propuesta de Directiva de 1995.

---

<sup>60</sup> Documento FINAL A5-0368/2000:

*“The obligation for the target company to refrain from taking action, proposed in Article 9 of the common position, diminishes the position of European companies compared with American companies. American companies are explicitly allowed to mount a defence. According to the ‘Business Judgment Rule’ the competent authorities of American companies may adopt and carry out anti take-over measures on their own responsibility, but they must subsequently be answerable for them to the shareholders and/or the courts. Since the take-over directive defines the offerer as ‘any natural person or legal entity in public or private law making a bid’ (Article 2(c)) American companies could also benefit from the offeree company’s obligation to take no action. This would in effect make it easier for American companies to take over European companies. It is therefore proposed to delete the obligation to refrain from action in paragraph 1 and to authorise the Member States, by means of a new paragraph 2(b), to introduce rules, based on the Business Judgment Rule combined with ‘reserve decisions’, with the emphasis on the delegation of discretionary decision-taking”.*

#### **d) Regla de full-disclosure**

En el artículo 10 se contiene una regla de transparencia perfecta: completa información sobre todos los aspectos. El artículo 10 impone a todas las sociedades que coticen en mercados regulados que en su informe de gestión anual se indiquen todas las circunstancias que pudieran ser relevantes para un tercero que se propusiera lanzar una OPA.

Así, se exige a la sociedad que revele una amplia información. Citando el contenido de la Directiva, dicha información incluye: i) la estructura del capital social de la sociedad, incluidos los valores que no se negocien en un mercado regulado, con indicación de los derechos y obligaciones que cada acción confiera; ii) cualquier restricción existente a la transmisibilidad de valores; iii) las participaciones significativas en el capital, directas o indirectas; iv) los titulares de cualquier valor que incluya derechos de control especiales, con descripción de tales derechos; v) el mecanismo de control de votos previsto, en su caso, en el sistema de accionariado de los empleados, cuando éstos no ejerzan directamente el derecho de voto; vi) cualquier restricción al derecho de voto, tales como limitaciones a los derechos de voto a un determinado porcentaje o número de votos, plazos impuestos al ejercicio del derecho de voto o regímenes en los que, con la cooperación de la sociedad, los derechos económicos vinculados a los valores estén separados de la titularidad del valor; vii) los acuerdos entre accionistas que sean conocidos por la sociedad y puedan implicar restricciones a la transmisibilidad de valores o a los derechos de voto; viii) las normas aplicables al nombramiento y sustitución de los miembros del órgano de administración o dirección y a la modificación de los estatutos de la sociedad; ix) los poderes de los miembros del órgano de administración o dirección y, en particular, los relativos a la posibilidad de emitir o recomprar acciones; x) los acuerdos significativos que haya celebrado la sociedad que contengan una cláusula de cambio de control, junto con sus efectos; xi) los acuerdos entre la sociedad y sus cargos de administración y dirección o empleados que dispongan indemnizaciones cuando éstos dimitan o sean despedidos de forma improcedente o si la relación de empleo llega a su fin con motivo de una oferta pública de adquisición.

#### **e) La regla de neutralización o break through**

Posiblemente la mayor novedad de la Directiva es la plasmación de la regla de *break through* preconizada por el Informe Winter, es decir la neutralización de la aplicación de determinadas restricciones en el marco de una OPA. El alcance de la regla de *break through* cubre cualquier restricción prevista en los estatutos sociales de la sociedad<sup>61</sup> o en acuerdos de accionistas, y se aplica tanto a restricciones para

---

<sup>61</sup> Recordemos no obstante que en España, ya desde el artículo 27 del Reglamento de Bolsas y del artículo 56 del Reglamento de Bolsines se prohíbe la admisión a cotización de acciones sometidas a restricciones estatutarias.

la transmisión de las acciones como a restricciones a los derechos de voto. Igualmente esta regla implica la consideración de una acción -un voto, de manera que las acciones que confieren derechos múltiples otorgarán únicamente un derecho de voto en la Junta que deba decidir sobre medidas defensivas.

La implantación de esta regla va a conducir sin duda a una necesaria reflexión sobre la vinculación de los estatutos sociales como reglas imperativas. Está todavía por ver que esta regla no genere cuestiones constitucionales o cuasi-constitucionales en los distintos ordenamientos jurídicos de los Estados miembros, en particular cuando determine la no aplicación de las restricciones estatutarias a la libre transmisibilidad, que en principio si no fueran observadas tendrían como consecuencia normal la anulabilidad del negocio jurídico de transmisión.

La regla de *break through* tiene dos planos. Uno primer, el ya expuesto, aplicable con carácter general. Un segundo plano, aplicable únicamente cuando el oferente haya alcanzado el 75% de las acciones de la sociedad. En este caso, se le otorgan al oferente unos poderes extraordinarios para poder convocar una Junta general de accionistas y poder modificar en la misma los estatutos sociales y cambiar la composición del órgano de administración de la sociedad.

Es cierto que los redactores de la norma, siendo conscientes de las posibles consecuencias de la misma, han previsto que en el caso de que se aplique la regla de neutralización debe existir una compensación adecuada a favor de los titulares de los derechos que sean neutralizados. Una de las críticas que se hacen al texto es la permanente ausencia de criterio alguno acerca de cómo se debe calcular el importe a satisfacer como compensación, dejando la Directiva libertad a los Estados miembros para establecer los criterios para fijar dicho importe.

## **f) Otras cuestiones**

Los artículos 6, 7 y 8 de la Directiva se dedican a regular cuestiones relativas a la información que todo oferente debe facilitar, así como al procedimiento y los plazos que la oferta pública de adquisición deberá respetar. El artículo 14 establece los derechos de información y consulta de los representantes de los trabajadores.

La Directiva ha regulado igualmente el derecho de venta forzosa a favor del oferente ("*squeeze-out*") que como consecuencia de una OPA consiga un umbral de al menos el 90% del capital social. En virtud del mismo, el oferente puede forzar al resto de minoritarios a que le vendan los títulos restantes. Y la Directiva establece que deberá ser por un precio justo, fijando que dicho precio justo adoptará la misma forma que la contraprestación de la oferta, o deberá realizarse en efectivo. De igual forma, en el caso que se alcance dicho umbral del 90%, los accionistas minoritarios que sigan en la sociedad tienen derecho a vender sus acciones al oferente ahora mayoritario ("*selling-out*"), siendo la regulación de esta obligación de compra forzosa muy similar al derecho de venta forzosa.

### 3.3. LAS REGLAS OPCIONALES. EL PRINCIPIO DE RECIPROCIDAD

El compromiso alcanzado por los Estados miembros que permitió alcanzar finalmente un acuerdo sobre el texto de la Directiva, y en particular la aplicación de los dos artículos controvertidos, el 9 y el 10, fueron las disposiciones opcionales previstas en el artículo 12. Mediante esta previsión se permite a los Estados miembros que no deseen incorporar a su derecho nacional la prohibición al órgano de administración de adoptar medidas defensivas (“regla de neutralidad”), así como la regla de neutralización de las restricciones a la transmisibilidad de los títulos o al ejercicio de los derechos de voto, a no hacerlo, o a someterlo a condiciones.

Recordemos que el Informe Winter, consciente de las consideraciones políticas que la introducción de dichas reglas en tanto que aplicación de los principios de decisión última por parte de los accionistas y de proporcionalidad entre el riesgo asumido y el control posible, indicó que en caso de que no se aceptara la aplicación universal de dichos criterios a todas las sociedades que pudieran realizar una oferta, se limitara su aplicación a favor de las sociedades europeas que lanzaran ofertas públicas sobre otras sociedades europeas. Este no ha sido el criterio por el que finalmente se ha optado, sino que los Estados han preferido reservarse ellos la capacidad de determinar si asumen dichas reglas o no.

De acuerdo con el artículo 12, la transposición de dichas reglas a los ordenamientos jurídicos nacionales va a poder realizarse a dos niveles:

- No aplicación de las disposiciones de los artículos 9 y 11.
- Aplicación de las disposiciones sujeta a la condición de reciprocidad.

En cuanto al primer nivel, en el apartado primero del artículo establece que “los Estados miembros podrán reservarse el derecho de no requerir a las sociedades contempladas en el apartado 1 del artículo 1 que tengan el domicilio social en su territorio que apliquen los apartados 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11.”. La regla parece clara. Sin embargo plantea a nuestro juicio un nuevo problema, y es la regla conflictual que contiene: cada Estado puede no aplicar dichos artículos a las sociedades que tengan su domicilio social en su territorio. Parece que la regla es coherente con el artículo 4.2 e) de la Directiva, que somete al derecho del Estado donde la sociedad tiene su domicilio las cuestiones relativas al derecho de sociedades aplicable, y por tanto las relativas a la transmisión de los valores y el ejercicio de derechos de voto, así como las posibilidades de actuación del órgano de administración. Pero ya hemos señalado antes el problema que plantea dicha regla a aquellos Estados que siguen la *Sitztheorie*, la teoría de la sede como regla conflictual para determinar la ley aplicable. Además, la mera existencia de normativa distinta entre los Estados, permitirá que las sociedades puedan optar por elegir situar su domicilio social, que no su sede efectiva, en un país u otro en función de donde consideren que es más favorable. De esta forma, en un mismo mercado regulado pueden cotizar sociedades a las cuales se les aplique obligatoriamente las normas de los artículos 9 y 11, por haberlo decidido así el

Estado donde tienen su domicilio social, y puede haber otras sociedades a las que no se les aplique obligatoriamente. A nuestro juicio, ello determina que existan disfunciones en el mercado y desde luego no parece crear el añorado level playing field entre las propias empresas europeas.

El segundo nivel de disposiciones opcionales se recoge en el apartado segundo: *“cuando los Estados miembros hagan uso de la opción referida en el apartado 1, habrán de dar en cualquier caso a las sociedades que tengan el domicilio social en su territorio la opción reversible de aplicar los apartados 2 y 3 del artículo 9 y/o el artículo 11”*. Es decir, los Estados pueden excluir la obligatoriedad de la aplicación de las reglas citadas, pero deben permitir que las sociedades, en función de un acuerdo de la Junta general de Accionistas, puedan decidir aplicarlos.

Adicionalmente, se incluye una regla de reciprocidad: en el caso que una sociedad reciba una oferta pública sobre sus acciones, si la sociedad oferente no aplica las reglas de neutralidad y de neutralización, bien sea porque su legislación nacional no se lo exige, o bien porque no exigiéndoselo, su Junta General de Accionistas ha decidido no aplicarlas, los Estados pueden establecer en su legislación la exigencia de la reciprocidad, de tal forma que la sociedad oferente no podrá exigir la aplicación de dichas reglas en el marco de la OPA que ha lanzado. Con objeto de evitar fraudes, el mismo criterio de reciprocidad se aplica si quien lanza la oferta es una filial de una sociedad que sí aplica los citados criterios, pero su matriz no lo hace.

### **3.4. CARENCIAS DE LA DIRECTIVA**

Bajo este epígrafe vamos a describir aquellas cuestiones que no se han regulado en la Directiva, debiendo a nuestro juicio haberse hecho.

#### **3.4.1. Las acciones de oro**

Si uno de los objetivos de la Directiva es plantear unas reglas de juego uniformes, y desde esa perspectiva se plantea la neutralización de determinadas medidas defensivas como por ejemplo las acciones múltiples de voto y se persigue el principio de una acción un voto, se plantea entonces la pregunta de por qué razón el ámbito de la Directiva no alcanza a las denominadas acciones de oro<sup>62</sup> y a los derechos extraordinarios que las mismas confieren. De hecho ha sido probablemente en relación con las acciones de oro donde el Tribunal de Justicia<sup>63</sup>

---

<sup>62</sup> Se suele denominar con este nombre a aquellas disposiciones legales que reservan a los Estados, en el caso de la privatización de una sociedad pública, determinados derechos exorbitantes, ya sea confiriendo derecho a nombrar administradores, a limitar o condicionar la participación de socios, derechos de veto, etc. de tal forma que si bien el Estado cesa de participar en el accionariado –y por tanto de asumir el riesgo– se reserva un determinado control sobre la sociedad.

<sup>63</sup> Véase en este sentido las Sentencias de 4 de junio de 2002, Caso C-367/98: *Comisión vs. Portugal*; caso C-483/88: *Comisión vs. Francia*; Caso C-503/99: *Comisión vs. Bélgica*.

más claramente se ha pronunciado a favor de la creación de unas reglas de juego uniformes en los mercados de capitales en toda la Unión Europea que garanticen la libre circulación de capitales<sup>64</sup>. La pregunta cobra mayor sentido todavía si tenemos en cuenta que el Informe de la Comisión de Asuntos Jurídicos del Parlamento Europeo<sup>65</sup> de 29 de noviembre de 2000 expresamente exigió que a la luz de las recientes sentencias del Tribunal de Justicia<sup>66</sup> la Directiva sobre ofertas públicas de adquisición debería erradicar dichas acciones de oro.

No cabe duda que el compromiso entre los Estados miembros hubiera sido más difícil de alcanzar si las acciones de oro hubieran sido contempladas en la Directiva. Se ha llegado a hablar, desconocemos si con fundamento o no, que en el caso que la Directiva hubiera prohibido o por lo menos hubiera “neutralizado” el efecto de las acciones de oro en el caso de una oferta pública, Alemania se hubiera opuesto por defender a uno de sus iconos empresariales, Volkswagen AG<sup>67</sup>.

### **3.4.2. Falta de indicación del umbral para determinar la obligatoriedad de la OPA**

Una de las principales críticas<sup>68</sup> que se han hecho a la propuesta de Directiva durante su tramitación es no haber establecido el porcentaje de derechos de voto a partir del cual se considera adquirido el control ni el método de cálculo de dicho porcentaje. Posiblemente en atención al principio de subsidiariedad, la Comisión no incluyó este umbral en su propuesta con el fin de evitar discrepancias entre los Estados Miembros. Sin embargo, la ausencia de esta previsión determina la distorsión de las reglas de juego: si los porcentajes a partir de los cuales se considera control son distintos en cada país, en un caso se estará obligado a lanzar

---

<sup>64</sup> Como ha señalado Johannes Adolff en *The “golden share” Judgements of the European Court of Justice and the Liberalization of the European Capital Markets*, German Law Journal No.8 (Agosto 2002), “there appears to be little doubt about the Court’s determination to establish a level playing field in [...] the European ‘market for corporate control’”.

<sup>65</sup> Ponente: Klaus-Heiner Lehne. Recomendaciones para la segunda lectura de la Decimotercera Directiva. Informe de 29 de noviembre de 2000. A5-0368/2000.

<sup>66</sup> Se refería a la sentencia de 23 de mayo 2000, Caso C-58/99, Comisión v. República Italiana.

<sup>67</sup> La ley alemana que privatizó la empresa (“*Gesetz über die Überführung der Anteilsrechte an der Volkswagenwerk GmbH in private Hand*”) de 21 de julio de 1960 establece un conjunto de medidas en favor del Estado de Baja Sajonia (titular de un 18,6% de las acciones) y de la República Federal de Alemania, incluyendo limitaciones de voto (nadie puede tener más de un 20% de los derechos de voto), derechos de nombramiento de miembros del Consejo de Vigilancia y supermayorías para decidir sobre determinados asuntos (existe una minoría de bloqueo de un 20%), incluyendo la decisión por la cual se decidiera trasladar fuera de su ubicación en Alemania las instalaciones productivas. Indudablemente la existencia de dicha Ley ha hecho que en el accionariado de dicha empresa no entren nunca los fondos de pensiones ni los inversores estadounidenses.

<sup>68</sup> *Vid.* Danièle Muffat-Jeandet, OPA : L’Histoire d’une directive européenne. Revue du Marché commun et de l’Union européenne. N.475 février 2004. p. 112: « L’absence de règles européennes sur les seuils de déclenchement des OPA obligatoires est un fort facteur de distorsions de concurrence entre les États membres. [...] Il est donc primordial, d’une part, de fixer un seuil unique pour le déclenchement des offres publiques obligatoires en Europe.»

una OPA obligatoria y en otros no, con lo que el principal mecanismo de protección de los accionistas queda totalmente desvirtuado.





**BOLETÍN DE SUSCRIPCIÓN**

Deseo recibir gratuitamente los dos próximos números de los Documentos de Trabajo de la Serie Unión Europea del Instituto de Estudios Europeos de la Universidad San Pablo-CEU.

Nombre y Apellidos.....

Dirección.....

Población..... C.P. ....

País..... Teléfono.....

Correo electrónico.....

**INSTITUTO DE ESTUDIOS EUROPEOS**  
Universidad San Pablo-CEU  
Julián Romea, 22 - 28003 Madrid  
E-mail: [idee@ceu.es](mailto:idee@ceu.es)  
Tfno: 91 514 04 22  
Fax: 91 514 04 28  
[www.ceu.es/idee](http://www.ceu.es/idee)



**PETICIÓN DE NÚMEROS ATRASADOS**

Nombre y Apellidos.....  
Dirección.....  
Población..... C.P. ....  
País..... Teléfono.....  
Correo electrónico.....

Deseo recibir los siguientes Documentos de Trabajo de la Serie Unión Europea del Instituto de Estudios Europeos de la Universidad San Pablo-CEU:

Nº .....  
Títulos .....  
.....  
.....

**INSTITUTO DE ESTUDIOS EUROPEOS**  
Universidad San Pablo-CEU  
Julián Romea, 22 - 28003 Madrid  
E-mail: [idee@ceu.es](mailto:idee@ceu.es)  
Tfno: 91 514 04 22  
Fax: 91 514 04 28  
[www.ceu.es/idee](http://www.ceu.es/idee)

## NÚMEROS PUBLICADOS

### SERIE UNIÓN EUROPEA

- Nº 1 2000 "La política monetaria única de la Unión Europea"  
Rafael Pampillón Olmedo
- Nº 2 2000 "Nacionalismo e integración"  
Leonardo Caruana de las Cagigas y Eduardo González Calleja
- Nº 1 2001 "Standard and Harmonize: Tax Arbitrage"  
Nohemi Boal Velasco y Mariano González Sánchez
- Nº 2 2001 "Alemania y la ampliación al este: convergencias y divergencias"  
José María Beneyto Pérez
- Nº 3 2001 "Towards a common European diplomacy? Analysis of the European Parliament resolution on establishing a common diplomacy (A5-0210/2000)"  
Belén Becerril Atienza y Gerardo Galeote Quecedo
- Nº 4 2001 "La Política de Inmigración en la Unión Europea"  
Patricia Argerey Vilar
- Nº 1 2002 "ALCA: Adiós al modelo de integración europea?"  
Mario Jaramillo Contreras
- Nº 2 2002 "La crisis de Oriente Medio: Palestina"  
Leonardo Caruana de las Cagigas
- Nº 3 2002 "El establecimiento de una delimitación más precisa de las competencias entre la Unión Europea y los Estados miembros"  
José María Beneyto y Claus Giering
- Nº 4 2002 "La sociedad anónima europea"  
Manuel García Riestra
- Nº 5 2002 "Jerarquía y tipología normativa, procesos legislativos y separación de poderes en la Unión Europea: hacia un modelo más claro y transparente"  
Alberto Gil Ibáñez
- Nº 6 2002 "Análisis de situación y opciones respecto a la posición de las Regiones en el ámbito de la UE. Especial atención al Comité de las Regiones"  
Alberto Gil Ibáñez

- Nº 7 2002 "Die Festlegung einer genaueren Abgrenzung der Kompetenzen zwischen der Europäischen Union und den Mitgliedstaaten"  
José María Beneyto y Claus Giering
- Nº 1 2003 "Un español en Europa. Una aproximación a Juan Luis Vives"  
José Peña González
- Nº 2 2003 "El mercado del arte y los obstáculos fiscales ¿Una asignatura pendiente en la Unión Europea?"  
Pablo Siegrist Ridruejo
- Nº 1 2004 "Evolución en el ámbito del pensamiento de las relaciones España-Europa"  
José Peña González
- Nº 2 2004 "La sociedad europea: un régimen fragmentario con intención armonizadora"  
Alfonso Martínez-Echevarría y García de Dueñas
- Nº 3 2004 "Tres operaciones PESD: Bosnia i Herzegovina, Macedonia y República Democrática de Congo"  
Berta Carrión Ramírez
- Nº 4 2004 "Turquía: El largo camino hacia Europa"  
Delia Contreras
- Nº 5 2004 "En el horizonte de la tutela efectiva, el TJCE supera la interpretación restrictiva de la legitimación activa mediante el uso de la cuestión prejudicial y la excepción de ilegalidad"  
Alfonso Rincón García Loygorri

## **SERIE POLÍTICA DE LA COMPETENCIA**

- Nº 1 2001 "El control de concentraciones en España: un nuevo marco legislativo para las empresas"  
José María Beneyto
- Nº 2 2001 "Análisis de los efectos económicos y sobre la competencia de la concentración Endesa - Iberdrola"  
Luis Atienza, Javier de Quinto y Richard Watt
- Nº 3 2001 "Empresas en Participación concentrativas y artículo 81 del Tratado CE: Dos años de aplicación del artículo 2(4) del Reglamento CE de control de las operaciones de concentración"
- Nº 1 2002 "Cinco años de aplicación de la Comunicación de 1996 relativa a la no imposición de multas o a la reducción de su importe en los asuntos relacionados con los acuerdos entre empresas"  
Miguel Ángel Peña Castellet
- Nº 2 2002 "Leniency: la política de exoneración del pago de multas en derecho de la competencia"  
Santiago Illundaín Montoya
- Nº 3 2002 "Dominancia vs. disminución sustancial de la competencia ¿cuál es el criterio más apropiado?: aspectos jurídicos"  
Mercedes García Pérez
- Nº 4 2002 "Test de dominancia vs. test de reducción de la competencia: aspectos económicos"  
Juan Briones Alonso
- Nº 5 2002 "Telecomunicaciones en España: situación actual y perspectivas"  
Bernardo Pérez de León Ponce
- Nº 6 2002 "El nuevo marco regulatorio europeo de las telecomunicaciones"  
Jerónimo González González y Beatriz Sanz Fernández-Vega
- Nº 1 2003 "Some Simple Graphical Interpretations of the Herfindahl-Hirshman Index and their Implications"  
Richard Watt y Javier De Quinto
- Nº 2 2003 "La acción de oro o el problema de las privatizaciones en un mercado único"  
Emilia Gargallo, Jesús Lavalle y Pablo Siegrist

Nº 3 2003

“El control comunitario de concentraciones de empresas y la invocación de intereses nacionales. Crítica del artículo 21.3 del Reglamento 4064/89”

Pablo Berenguer O’Shea y Vanessa Pérez Lamas

Nº 1 2004

“Los puntos de conexión en la Ley 1/2002 de 21 de febrero de coordinación de las competencias del Estado y las Comunidades Autónomas en materia de defensa de la competencia”

Lucana Estévez Mendoza

Nº 2 2004

“Los impuestos autonómicos sobre los grandes establecimientos comerciales como ayuda de Estado ilícita ex art. 87”

Francisco Marcos

## **SERIE ECONOMÍA EUROPEA**

- Nº 1 2001 "Impacto económico de la inmigración de los Países de Europa Central y Oriental a la Unión Europea"  
M<sup>o</sup> del Mar Herrador Morales
- Nº 1 2002 "Análisis de la financiación de los Fondos Estructurales en el ámbito de la política regional de la Unión Europea durante el período 1994-1999"  
Cristina Isabel Dopacio
- Nº 2 2002 "On capital structure in the small and medium enterprises: the spanish case"  
Francisco Sogorb Mira
- Nº 3 2002 "European Union foreign direct investment flows to Mercosur economies: an analysis of the country-of-origin determinants"  
Martha Carro Fernández
- Nº 1 2004 "¿Es necesario reformar el Pacto de Estabilidad y Crecimiento?"  
Ana Cristina Mingorance
- Nº 2 2004 "Perspectivas financieras 2007-2013: las nuevas prioridades de la Unión Europea y sus implicaciones en la política regional"  
Cristina Serrano Leal, Begoña Montoro de Zulueta y Enrique Viguera Rubio
- Nº 3 2004 "Stabilisation Policy in EMU: The Case for More Active Fiscal Policy"  
María Jesús Arroyo Fernández y Jorge Uxó González

## SERIE DEL CENTRO DE ESTUDIOS DE COOPERACIÓN AL DESARROLLO

- Nº 1 2003 "Papel de la UE en las relaciones cumbres internacionales"  
Mónica Goded Salto
- Nº 1 2004 "La asociación Euro-Mediterránea: Un instrumento al servicio de la paz y la prosperidad"  
Jesús Antonio Núñez Villaverde
- Nº 2 2004 "La retroalimentación en los sistemas de evaluación. Experiencias en la cooperación al desarrollo"  
José María Larrú Ramos
- Nº 3 2004 "Migraciones y desarrollo: propuestas institucionales y experiencias prácticas"  
Carlos Giménez, Alberto Acosta, Jaime Atienza, Gemma Aubarell, Xabier Aragall
- Nº 4 2004 "Responsabilidad social corporativa y PYMES"  
Amparo Merino de Diego

**CONSEJO ASESOR  
INSTITUTO DE ESTUDIOS EUROPEOS**

IÑIGO MÉNDEZ DE VIGO  
ESPERANZA AGUIRRE GIL DE BIEDMA  
FERNANDO ÁLVAREZ DE MIRANDA  
JOACHIM BITTERLICH  
JUAN ANTONIO CARRILLO SALCEDO  
GUILLERMO DE LA DEHESA  
FRANCISCO FONSECA MORILLO  
EDUARDO GARCÍA DE ENTERRÍA  
PABLO ISLA  
JOSÉ LUIS LEAL MALDONADO  
ARACELI MANGAS MARTÍN  
MANUEL PIZARRO  
MATÍAS RODRÍGUEZ INCIARTE  
JUAN ROSELL LASTORTRAS  
PHILIPPE DE SCHOUTHEETE DE TERVARENT  
JOSÉ VIDAL BENEYTO  
XAVIER VIDAL FOLCH  
GUSTAVO VILLAPALOS

# **INSTITUTO DE ESTUDIOS EUROPEOS**

PRESIDENTE

MARCELINO OREJA AGUIRRE

DIRECTOR

JOSÉ MARÍA BENEYTO PÉREZ

SUBDIRECTORA

BELÉN BECERRIL ATIENZA

SECRETARIA ACADÉMICA

PATRICIA ARGEREY VILAR