



3. MARCO JURÍDICO EN EL QUE SE DESARROLLAN LAS OPERACIONES DE CONTROL EMPRESARIAL *

Fernando Vives Ruiz
Daniel Parejo Ballesteros

Introducción

El crecimiento económico, la globalización y otros aspectos propios de determinados sectores y países, como la consolidación de los mercados domésticos y el proceso de privatización de grandes empresas públicas, son factores que han contribuido a que las fusiones y adquisiciones empresariales hayan dejado de ser transacciones típicamente domésticas para convertirse en operaciones transnacionales que afectan a empresas establecidas en distintos países y, en lo que interesa a este artículo, regidas por distintas legislaciones y supervisadas por distintos reguladores.

Para las empresas españolas se trata de un fenómeno relativamente reciente. Hasta finales de los años 1990, las operaciones de control corporativo en las que intervinieron fueron, fundamentalmente, de ámbito nacional. Sin embargo, el avance en el proceso de consolidación del mercado doméstico, en especial, en determinados sectores tales como el financiero, donde se ha pasado de los siete grandes bancos de los años 1970 a tres, o el energético, con la concentración de un mercado muy fragmentado en torno a Endesa, Repsol, Iberdrola y Unión Fenosa, así como el aumento del número y tamaño de los potenciales actores de dichas operaciones motivado, entre otros factores, por los proce-

* Las opiniones vertidas en este artículo son de los autores y no tienen por qué coincidir con las de Garrigues.



tos de privatización y liberalización y por la pujanza económica de estos años, ha multiplicado el número de operaciones transnacionales.

La privatización de los grandes monopolios públicos es un proceso aún hoy inacabado (Francia, por ejemplo, mantiene su participación mayoritaria en Gaz de France y en Electricité de France), que se inició en algunos países europeos hace más de treinta años y que ha supuesto una profunda modificación del papel que juega el Estado en la economía. En diversos sectores, hasta entonces denominados estratégicos, se ha pasado de la intervención directa del Estado como operador único de referencia, a una más o menos intensa liberalización o desregulación.

En efecto, en sectores como las líneas aéreas, las infraestructuras, la energía o las telecomunicaciones, la evolución ha sido, en general, la descrita, alcanzando en algunos casos (aunque los menos) la liberalización completa y, en general, lo que se ha venido a denominar la «re-creación del mercado» (ARIÑO ORTIZ, 2006) o, lo que es lo mismo, un proceso caracterizado por la aprobación de nuevas reglas para su funcionamiento que intentan proteger la libertad de entrada de nuevos operadores en el sector, la separación de actividades y la identificación de aquellas que constituyen un monopolio natural, el acceso de terceros a la red, la libertad de oferta de productos y servicios con formación competitiva de los precios, la determinación legal precisa de las obligaciones de servicio público universal y, en varios casos, la creación de una autoridad reguladora para cada sector.

En España este proceso, desarrollado principalmente en los años noventa del pasado siglo e impulsado por las directivas comunitarias de liberalización de los mercados regulados, se tradujo en la desinversión del Estado español en las grandes *utilities companies* (Telefónica, Endesa, Repsol, Enagas, Red Eléctrica, Iberia, Aeralia, Trasmediterránea, etc.), conforme al acuerdo del Consejo de Ministros de 28 de junio de 1996 que estableció las «Bases del Programa de Modernización del Sector Público Empresarial». Ello ha permitido, de un lado, la potenciación de los mercados de valores y la apertura de las bolsas a las familias españolas y a los inversores institucionales y, de otro, la aparición de nuevos mecanismos y resortes de control administrativo sobre la propiedad y gestión de las compañías privatizadas y los mercados en que operan, con la finalidad de crear una competencia real en los mismos y de garantizar el servicio en sectores de interés general.

Además, este proceso ha facilitado también el nacimiento de nuevos actores capaces de competir por su tamaño en los mercados internacionales y de acometer grandes opera-



ciones de concentración. Es muy ilustrativo, en este sentido, el informe elaborado por Naciones Unidas (UNCTAD—«*World Investment Report 2000— Cross-Border Mergers and Acquisitions and Developments*») en el que se pone de manifiesto cómo el aumento de las operaciones de fusiones y adquisiciones transnacionales ha ido acompañando a los procesos de privatización en cada uno de los países.

Como resultado de los factores citados, desde el inicio del nuevo siglo, las operaciones de control corporativo transnacionales en las que empresas españolas han sido promotoras u objeto se han multiplicado, no sólo en número sino también en tamaño. Ejemplo son las operaciones de Repsol-YPF; Tabacalera-Seita; Barclays-Banco Zaragozano; Santander Central Hispano-Abbey National Bank; Metrovacesa-Gecina; Iberdrola-Scottish Power; ENEL-Endesa; Ferrovial-BAA; Telefónica-O2; Santander Central Hispano-Sovereign Bank; Banco Bilbao Vizcaya Argentaria-Compass Bancshares; Santander Central Hispano/Royal Bank of Scotland/Fortis-ABM Amro; etc. En estos momentos: Abertis-Autostrade; Imperial Tobacco-Altadis; etc.

Esta tendencia se ha visto, además, claramente favorecida por diversas circunstancias. Por una parte, la coyuntura económica (crecimiento económico, bajos tipos de interés, sofisticación de las instituciones e instrumentos financieros, etc.) ha facilitado que las empresas hayan podido aumentar su capacidad de endeudamiento, lo que les ha permitido acometer adquisiciones cuyo valor excede con mucho el riesgo que tradicionalmente estaban dispuestas a asumir. Por otra parte, dicho proceso de internacionalización se ha visto amparado desde las instituciones y políticas comunitarias que han perseguido fomentar y consolidar la libertad de establecimiento y la libre prestación de servicios como elementos claves para la integración de los mercados y el fortalecimiento de sus actores, esto es, las empresas, que necesitan de dichos impulsos para internacionalizarse y crecer.

Sin embargo, se trata de un proceso no exento de problemas y obstáculos derivados de la diversidad de territorios afectados y, con ello, de las distintas necesidades y preferencias de los consumidores, de la diversa normativa aplicable y de las muchas autoridades públicas con competencia para supervisarlas.

A efectos puramente sistemáticos, podemos clasificar las barreras a las operaciones transnacionales en atención al momento en que afectan a una concreta transacción en: (i) obstáculos para la ejecución de la operación; y (ii) obstáculos derivados de la gestión de los negocios integrados con posterioridad a la adquisición y que afectan a la decisión misma de realizarla.



El papel de los poderes públicos resulta esencial en la promoción de las operaciones empresariales transnacionales y en la remoción de los obstáculos que las limitan. A estos efectos es necesario, además, señalar que las instituciones públicas operan dictando normas (poderes legislativo y ejecutivo), ejecutándolas, revisando su aplicación y creando las condiciones para el desarrollo del mercado y, finalmente, sometiendo el cumplimiento de las leyes al control jurisdiccional. Además, su ámbito de actuación territorial es diverso: regional, nacional, estatal y supraestatal.

Ante esta situación, los poderes públicos pueden adoptar una actitud proteccionista o liberalizadora. Su propensión a intervenir directamente en las decisiones económicas o a jugar, por el contrario, un papel subsidiario que intente crear las condiciones para una libre competencia efectiva al tiempo que garantice una adecuada protección del interés público, son posiciones antagónicas que pueden contribuir a reforzar las barreras existentes para estas operaciones o, por el contrario, a facilitarlas.

a. Marco Jurídico de la ejecución de la operación

1. Las barreras legales para la ejecución de las operaciones transnacionales. El punto de partida

Las dificultades jurídicas para la ejecución de operaciones de control corporativo son empíricamente evidentes. Partimos de una situación de fragmentación normativa y de falta de coordinación entre legislaciones, incluso, si limitamos nuestro análisis a la Unión Europea. El punto de partida se caracteriza, aún hoy, por:

- (i) Los distintos modelos de desregulación económica seguidos por los Estados miembros. El impulso de la Comisión Europea al proceso de liberalización sobre la base de los títulos de intervención que el Tratado de la Unión le confería: libre prestación de servicios y derecho de la competencia, fueron fuertemente contestados por los Estados miembros. Sin embargo, siendo este hecho importante, lo es aún más el diferente camino escogido por los distintos Estados miembros para su concreción y desarrollo. Unos, entendieron que la liberalización del mercado debía ir acompañada de la privatización de sus empresas y de la utilización de otros instrumentos para preservar los intereses estratégicos de sus Estados: regulación, supervisión de su toma de control mediante instrumentos como la acción de oro, etc.; mientras que otros man-



tuvieron la propiedad estatal de operadores relevantes en determinados sectores (es el caso de Francia e Italia y, en menor medida, Alemania).

Los primeros, como es el caso español, consiguieron un efecto dinamizador en sus economías y en sus mercados de valores que aún hoy, lustros después de la adopción de dichas medidas, puede advertirse. Sin embargo, las medidas adoptadas han sido objeto de un fuerte control, cuando no oposición, jurisdiccional. Por el contrario, aquellos que decidieron mantener la propiedad sobre las empresas no han encontrado censura jurídica, amparados en el derecho constitucional a la propiedad.

- (ii) La ausencia de instrumentos jurídicos adecuados que facilitaran las operaciones de fusión transnacional y que permitieran su ejecución en la forma económicamente más favorable. Al fracaso de la Sociedad Anónima Europea se une la ausencia de una aplicación efectiva de la libertad de establecimiento, la inexistencia hasta fechas recientes de una Directiva que permita las fusiones transnacionales, todavía hoy no transpuesta en España, la falta de armonización fiscal o, al menos, de coordinación y la adecuación de los mecanismos societarios que permitan la eficiente implementación de las operaciones transnacionales.
- (iii) La inexistencia, hasta fechas muy recientes, de reglas comunes en el mercado de control corporativo y, aún hoy, el relativo fracaso en su desarrollo.
- (iv) La insuficiente armonización comunitaria en materia de defensa de la competencia y en la coordinación y distribución de funciones entre las distintas autoridades.
- (v) La falta de una coordinación eficaz entre los distintos organismos reguladores y entre ellos y los organismos de defensa de la competencia.
- (vi) La ausencia de transparencia y uniformidad de criterios en las decisiones adoptadas por los reguladores.
- (vii) Las limitaciones a la actuación eficaz de los jueces y tribunales.

1.1. La liberalización de los sectores estratégicos y la privatización de las empresas públicas

La exposición de motivos de la Ley 5/1995, de 23 de marzo, señaló que la racionalización del sector público podía requerir la enajenación de participaciones estatales. El proceso de desregulación de los sectores económicos «intervenidos» tuvo en España tres elementos fundamentales:



- El establecimiento de unas reglas de funcionamiento del mercado presididas por una obligación de transparencia; de no discriminación entre operadores; de separación contable en caso de integración vertical de actividades y de libre entrada de nuevos operadores, facilitándoles el acceso a la red y demás infraestructuras físicas;
- El establecimiento de un regulador sectorial encargado de vigilar el funcionamiento del mercado y la competencia y de proteger el interés público en sectores estratégicos; y
- La enajenación de las participaciones públicas que debía conjugarse con la protección del interés público, instrumentando mecanismos que, a estos efectos, sustituyeran la participación pública accionarial. Estos mecanismos, conocidos con la denominación de «acción de oro» (*golden share*), incluían prerrogativas estatales que permitían intervenir en la gestión y/o en la estructura de empresas que operaban en sectores estratégicos o estaban vinculadas a la prestación de servicios públicos con independencia de la estructura de su capital. Y, en lo que a este trabajo afecta, suponía el blindaje de las sociedades frente a adquisiciones hostiles.

Dichas acciones de oro han sido sustituidas, en determinados sectores, por funciones de autorización de determinadas operaciones societarias que, por ejemplo, en el sector eléctrico corresponden a la Comisión Nacional de la Energía.

Las medidas proteccionistas tuvieron un alcance muy general. Fueron muchos los Estados miembros que intentaron proteger, de una forma más o menos evidente, a sus empresas privatizadas de su adquisición por extranjeros. Las razones oficiales («dar el tiempo suficiente para la consolidación de mercados eficientes creados a partir de un régimen de monopolio previo» o «la protección del interés general en sectores estratégicos» e, incluso, «la protección de la seguridad nacional»), aunque válidas, en ocasiones no pueden ocultar el deseo de proteger y, en la medida de lo posible, crear «campeones nacionales».

Estas medidas fueron muy generalizadas: Bélgica creó una acción específica en empresas de transporte y almacenamiento de energía (*Société Nationale de Transport par Canalisations y Distrigaz*); Francia, además de mantener una fuerte participación accionarial y no haber completado, por tanto, el proceso de privatizaciones, reguló la intervención del Estado, por ejemplo, en Elf Aquitaine; Portugal limitó directa y frontalmente la inversión extranjera por encima de determinados límites en las sociedades privatizadas y estableció la autorización admi-



nistrativa previa del Ministro de Economía para participaciones que excedieran del 10%; Reino Unido se reservó una participación estatutaria tras la privatización de la British Airport Authority y su transformación en BAA Plc; Italia, además de mantener una fuerte participación del Estado en compañías del sector de la defensa, del transporte, de las comunicaciones, del sector energético y otros servicios públicos, reservó al Ministro de Economía, con ocasión de las privatizaciones de determinadas empresas públicas, poderes especiales (ENI SpA y Telecom Italia SpA).

A los ejemplos expuestos habría que sumar los conocidos españoles (Endesa, Telefónica, Repsol, Altadis, Indra, Iberia, etc.) así como las medidas que han sustituido parcialmente a las *golden shares* en determinados sectores tras la sentencia del Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (el «TJCE») que estableció la incompatibilidad de dicha figura con el principio de libre movimiento de capitales.

La privatización no constituía, sin embargo, un paso obligado para la desregulación de los sectores hasta entonces intervenidos. A través de la privatización de empresas públicas se quisieron lograr objetivos distintos: como corregir el déficit público no sólo por la obtención de recursos como consecuencia de la enajenación de las participaciones estatales sino con la reducción de gastos originados por pérdidas de empresas públicas deficitarias y la realización de ingresos para la Hacienda Pública; facilitar la convergencia europea y el cumplimiento de los criterios de Maastricht; la mejora de la eficiencia económica de las empresas y su desarrollo y crecimiento y la dinamización del mercado de capitales y de la economía general.

Desde el punto de vista de la competencia, el Tribunal de Defensa de la Competencia consideró que las privatizaciones no constituían un factor esencial, siempre que se mantuviera la separación entre reguladores y regulados, que la empresa pública se sometiera al mismo trato que las empresas privadas de su sector y que se garantizara la transparencia financiera de la empresa en relación con las Administraciones Públicas. Sin embargo, estos criterios adolecen, si se nos permite, de cierta ingenuidad cuando de una empresa controlada por el Estado se trata y plantean distorsiones jurídicas cuando con el apoyo directo o indirecto del Estado acometen la tarea de traspasar sus fronteras.

En efecto, como es bien sabido, el TJCE ha declarado nulas en diversas resoluciones la acción de oro de distintos Estados sobre la base de que constituyen res-



tricciones a la libre circulación de capitales y, por tanto, a la libertad de establecimiento que sólo pueden justificarse si el objetivo perseguido responde a un interés general o estratégico y si las medidas establecidas se basan en criterios precisos, conocidos de antemano, que puedan ser objeto de un control jurisdiccional y no puedan sustituirse por medidas menos restrictivas.

El TJCE admite las restricciones nacionales siempre que no condicionen, ni siquiera de facto, el acceso al mercado nacional de los inversores de otros Estados miembros, ya sea directamente –limitando su adquisición– o indirectamente –limitando la gestión de la sociedad–. Con dicha doctrina, el TJCE se ha opuesto reiteradamente a la argumentación del Abogado General para el que sólo los regímenes internos de *golden share* basados en medidas formalmente discriminatorias son incompatibles con las libertades del Tratado. Por el contrario, las medidas que se apliquen indistintamente a cualquier persona o entidad que ejerza una actividad en el territorio del Estado de acogida o realice en éste una inversión de capital, no serían consideradas restrictivas. Esta argumentación se fundamentaba en el artículo 295 del Tratado CE («el presente Tratado no prejuzga en modo alguno el régimen de propiedad de los Estados miembros»). En efecto, si –como resulta indudable dado su origen y la interpretación finalista de la norma– el precepto citado responde a una conceptualización económica y no jurídica de la propiedad, que comprende tanto la distribución de bienes entre propiedad pública y privada como las facultades de derecho público o privado que inciden en la propiedad, la consecuencia inmediata –argumentaba el Abogado General– es que las medidas sólo pueden ser ilícitas en función de la utilización que de las mismas haga el Estado en cada caso concreto.

Sin embargo, el TJCE ha acogido la posición de la Comisión Europea en sus resoluciones al defender que el artículo 295 del Tratado CE no es pertinente porque no se cuestiona la propiedad del Estado de un paquete accionario en la sociedad privatizada, sino determinadas prerrogativas en cuanto al reparto de propiedad entre sujetos privados.

Y éste es, precisamente, el problema: sin entrar a discutir la doctrina sentada en la materia por el TJCE, la sucinta descripción efectuada resulta suficiente para comprender que esta doctrina sirve para justificar, desde un punto de vista jurídico, el mantenimiento de la propiedad estatal de las empresas públicas.

Sin embargo, no cabe, en nuestra opinión, admitir desde un punto de vista de política económica –aunque probablemente sí desde la aplicación del Tratado consti-



tuyente— que una sociedad controlada por un Estado intervenga en sectores estratégicos de otros Estados miembros sin que estos últimos puedan oponer razones de interés público para limitarlas.

Se trata, en suma, de volver a redefinir el Mercado Interior y sus reglas de juego de forma que se limiten las posibilidades de actuación de las empresas públicas en determinados sectores y, quizá, de aplicar en estos supuestos criterios de reciprocidad.

1.2. Ausencia de instrumentos jurídicos adecuados para la ejecución de las operaciones transnacionales

Desde una perspectiva jurídica, la normativa aplicable a las operaciones de fusión transfronteriza debe facilitar su ejecución en la forma en que resulten económicamente eficientes. Obviamente, las reglas societarias no pueden remover los obstáculos económicos, culturales, sociológicos e incluso psicológicos que hacen comparativamente más simples y rentables las operaciones domésticas que las transnacionales. Lo que debe exigirse del marco normativo es que (i) no las dificulte y encarezca y (ii) que no las condicione de tal forma que obligue a estructurarlas y ejecutarlas de manera ineficiente.

Unos sencillos ejemplos bastarán, en el ámbito de la Unión Europea, para ilustrar esta situación.

- (i) Hasta el año 2006, la ejecución de fusiones transnacionales carecía de una regulación comunitaria que hoy se sigue echando en falta en diversos Estados miembros, entre ellos, España, por lo que, salvo la tantas veces citada excepción de la fusión por absorción de Sarrio por Reno de Medici en 1998, éstas no se han producido. El expediente técnico de la fusión que, desde el punto de vista económico o fiscal, podría ser en muchos casos preferible, resulta, sin embargo, en la mayoría de las ocasiones, extraordinariamente complejo o incluso inviable desde un punto de vista jurídico-societario. La consecuencia ha sido que, pese a sus distintos efectos económicos, organizativos e incluso fiscales, los actores de este tipo de operaciones se han visto obligados a utilizar esquemas alternativos a la fusión de sociedades como son la sociedad holding o el canje de valores.



Pero aun después de la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo relativa a las fusiones transfronterizas de sociedades de capital (la «**Directiva de fusiones**») subsisten los problemas. Uno de ellos es la ausencia de transposición de la norma a los diferentes Estados miembros. Pero es que, aun después, subsistirán algunos de los problemas.

Pongamos, por ejemplo, el caso de la fusión entre una sociedad absorbente española y una empresa alemana, absorbida, en la que existiese un sistema dualista de administración y que dentro del convenio entre ambas sociedades se acordase la implantación de este último sistema de administración. Pues bien, en estos momentos dicha posibilidad sólo está prevista en España para la sociedad anónima europea (ex. art. 329 de nuestra Ley de Sociedades Anónimas). La transposición de la Directiva de fusiones debería dar solución a este problema, lo que, sin embargo no ocurre en el anteproyecto español de Ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles.

- (ii) Aun cuando las normas de aplicación sean compatibles entre sí, o no impidan *de iure* la operación de fusión, sí que pueden acarrear efectos desincentivadores para la misma. En tal sentido, por ejemplo, la norma española reguladora de la creación de una sociedad anónima europea mediante fusión prevé que en el supuesto de que la sociedad absorbida sea española, los accionistas de la misma, que por virtud del expediente técnico de la fusión pasaran a ser accionistas de la sociedad absorbente, podrán separarse de la sociedad conforme a lo dispuesto en el artículo 149 de la Ley de Sociedades Anónimas (ex. art. 320 del mismo texto legal). Dicho derecho de separación se establece pese a que la norma nacional aplicable a la sociedad absorbente no lo contemple o, incluso, en el supuesto de que la sociedad absorbente tenga sus acciones admitidas a cotización en un mercado secundario, lo que permitiría al accionista disidente con la operación separarse transmitiendo inmediatamente su participación.

Por ejemplo, en la fusión entre Reno de Medici y Sarrio, los costes de la operación para las compañías se incrementaron sustancialmente al tenerse que otorgar tal derecho de separación a los socios. Sin embargo, es difícil encontrarle sentido a la necesidad de asumir dicho coste en el caso de sociedades cotizadas. En otras palabras, los accionistas de una sociedad cotizada no quedan prisioneros de sus títulos ya que pueden transmitirlos de forma inmediata en los mercados. Dicha posición se mantuvo por el Grupo Parlamentario



Popular durante el trámite parlamentario de la Ley 14/2005 de 14 de noviembre, en el que presentó enmiendas en tal sentido pero fueron finalmente rechazadas por el pleno del Senado.

No obstante lo anterior, el anteproyecto de ley sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles presentado por el Ministerio de Justicia al Consejo de Ministros, ya informado por el Consejo Económico y Social, prevé el derecho de separación de los accionistas que voten en contra del acuerdo de fusión cuya sociedad resultante tenga su domicilio en otro Estado miembro.

En Estados Unidos, el derecho de separación de los accionistas se ha contemplado fundamentalmente como «la otra cara de la moneda» del derecho de exclusión a través del mecanismo del *squeeze-out* o *freeze-out*. La práctica totalidad de las normativas societarias de los diferentes estados norteamericanos recogen el llamado «*appraisal right*» que permite al accionista (salvo en los procedimientos de fusión simplificada) recibir un precio que deberá ser justo («*fair value*») que es determinado judicialmente. En tales supuestos, cuando las acciones sean cotizadas no podrán ser objeto de la citada opción de venta (*Model Business Corporations Act*).

- (iii) La creación de la sociedad anónima europea no ha sido la solución para las fusiones transfronterizas. Su complicado régimen jurídico mixto (nacional y comunitario) y el sistema de implicación de los trabajadores que, aunque flexibilizado con respecto a sus primeras formulaciones, plantea un sistema de administración alejado de la práctica societaria de muchos países de la Unión Europea, eran suficientes elementos para presagiar un fracaso que ha resultado evidente en la práctica.

La Directiva de fusiones ha venido a colmar, 20 años después de su primera propuesta, una evidente laguna que dificultaba estas operaciones. Con la transposición de esta norma en los diferentes Estados miembros se solventarán parte de los problemas expuestos y se conseguirá que los operadores, en base a consideraciones estrictamente económicas, puedan elegir, por ejemplo, entre una fusión y una estructura holding o, dicho de otro modo, entre la integración de los negocios en una misma persona jurídica o el mantenimiento de sociedades jurídicamente independientes. Los restantes problemas planteados (estructura de administración de la sociedad, esquema de funcionamiento de los órganos sociales, derecho de separa-



ción de los accionistas disidentes, etc.) no encontrarán una solución unívoca porque la Directiva de fusiones, como norma de mínimos, no exige soluciones iguales en los diferentes Estados miembro. Por ello, los operadores serán, seguramente, atraídos por las jurisdicciones en que puedan diseñar con mayor flexibilidad su estructura organizativa.

1.3. Barreras fiscales

La falta de un régimen fiscal y contable armonizado supone que muchas operaciones de control corporativo, particularmente las fusiones, encuentren serios obstáculos de ejecución en las respectivas normativas nacionales: desde las dificultades relativas a la consolidación fiscal hasta el distinto tratamiento que se ha dado a la fusión transnacional en unos y otros Estados miembros.

Si el régimen general del impuesto sobre sociedades, sobre transmisiones patrimoniales y sobre el valor añadido de cada Estado fuera de aplicación a la ejecución de las operaciones de fusión o tomas de control empresarial transnacional, éstas no sólo se verían dificultadas sino que, en muchos casos, resultarían inviables. Este hecho se ve mitigado, como se expone a continuación, en el ámbito comunitario pero no cuando la operación afecta a otras jurisdicciones.

El régimen del impuesto de sociedades ha sido objeto de armonización mediante la Directiva 90/434/CEE del Consejo, relativa al régimen fiscal común aplicable a las fusiones, escisiones, aportaciones de activos y canjes de acciones realizados entre sociedades de diferentes Estados miembros. Dicha norma tenía por objeto principal facilitar que las empresas europeas pudieran entrar en procesos de reorganización tomando como referencia natural el Mercado Interior.

El mecanismo utilizado para conseguir tal fin es la eliminación del obstáculo que supone la imposición tributaria sobre las plusvalías que se derivan de las operaciones mercantiles de transmisión de activos y de acciones/participaciones en las sociedades involucradas en la transacción. Para ello, se articula un sistema de diferimiento de la tributación de tales rentas y, con la finalidad de garantizar los derechos de las Haciendas Públicas, se establece la congelación de los valores fiscales, como si la operación no se hubiera producido, de tal manera que su tributación se produzca sólo con ocasión de transacciones posteriores.



Sin embargo, a pesar del gran avance que ha supuesto la aplicación del mencionado régimen de diferimiento a las operaciones de reorganización empresarial, quedan aún áreas sin homogeneizar. En efecto, la citada Directiva es un instrumento jurídico que sólo aborda las consecuencias fiscales inmediatas para la ejecución de las operaciones de fusión, escisión o canje de valores. Ello supone que el proceso de armonización ha afectado a las implicaciones en el impuesto de sociedades de las operaciones propiamente dichas pero ha dejado de lado aspectos claves que resultan esenciales para la gestión posterior de las empresas como (i) el régimen fiscal derivado de las posteriores distribuciones de beneficios¹; (ii) el régimen fiscal de compensación de bases imponibles negativas; o (iii) cuestiones suscitadas por la aplicación de otros tributos en relación con, por ejemplo, activos inmobiliarios, etc., cuya tributación por imposición indirecta o registral puede ser muy elevada.

En definitiva, el régimen de armonización ha quedado sin desarrollar en aspectos esenciales que son necesarios para que pueda cumplirse el objetivo de consolidación de las reorganizaciones empresariales transnacionales. Todas ellas son cuestiones importantes que las empresas involucradas y sus socios deben analizar a fin de concluir sobre la conveniencia o no de la operación.

1.4. El derecho del mercado de control corporativo

La creación de un mercado de capitales integrado en la Unión Europea, uno de los principales objetivos para la consecución del Mercado Interior, requiere de una regulación armonizada de las ofertas públicas de adquisición de valores. Un paso importante, en ese sentido, se ha dado con la aprobación de la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004 (la «**Directiva de OPAs**»). Su difícil tramitación y su resultado final fueron causa de frustración para algunos de sus promotores, lo que llevó a la Comisión, en el comunicado emitido con ocasión de su aprobación a pronunciarse en los términos siguientes: «*A consecuencia del rechazo 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*

¹ Se han planteado iniciativas comunitarias analizando tales cuestiones: Comunicación de la Comisión Europea al Consejo; Comité Económico y Social Europeo; Parlamento Europeo sobre Imposición de dividendos percibidos por personas físicas en el Mercado Interior –COM(2003) 810 final–.



Europeo, presentando una nueva propuesta, más ambiciosa, en 2003. La Comisión lamenta observar que la Directiva, tal y 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 [artículos 9 y 11] [...]. 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».

La Directiva de OPAs, fruto del consenso entre Estados miembros con fuertes posiciones contrapuestas, sólo regula los aspectos fundamentales para implementar un régimen jurídico relativamente homogéneo. Las principales fuentes de discrepancia fueron el artículo 9 relativo al deber de pasividad del órgano de administración de la sociedad afectada y el artículo 11, que regula la regla de neutralización o inaplicación de las restricciones a la transmisión de las acciones o de los derechos de voto especiales de los accionistas en la primera junta general que se celebre tras la liquidación de la oferta (para un análisis económico de la *break-through rule*, ver M. BENNEDSEN y K. NIELSEN, 2002; y P. MÜLBERT, 2003).

Mientras que Alemania, apoyada por Holanda y Bélgica, se opuso a la regla de pasividad, por entender que colocaba a las empresas europeas en inferior de condiciones frente a las estadounidenses, el artículo 11 recibió la oposición de los países escandinavos que, junto a Francia, mantienen acciones de voto doble o múltiple que están prohibidas, por el contrario, en otros países². La solución de compromiso consistió en dar a los Estados la opción de transponer, o no, esas dos previsiones, permitiendo, además que sus sociedades nacionales opten por su no

² En palabras del comisario McCreevy (Discurso «*Regulators: help or hindrance?*» en International Corporate Governance Network (ICGN) – 12th Annual Conference, Cape Town, 6 Julio 2007): «... *The related question of shareholder democracy –one share, one vote– is, for the moment, a hotly debated topic in Europe. ... We commissioned a factual study. It showed that there is no clear macro-economic evidence demonstrating a negative effect of deviations to the «one vote, one share» principle.* El estudio al que el Comisario hace referencia no es otro que el «*Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies*» (elaborado por ISS Europe, Sherman & Sterling LLP y ECGI) en el que se analizan y discuten los distintos mecanismos que alteran la proporcionalidad entre el capital y el derecho de voto.



inclusión estatutaria y, aun si lo hicieran, por su no aplicación en caso de que la sociedad oferente o la que, directa o indirectamente, la controle, no las aplicara.

Además, la Directiva de OPAs deja sin regular aspectos tan relevantes como la determinación del límite porcentual de votos que se considera umbral de control, a partir del cual la OPA es obligatoria, o el régimen aplicable a las OPAs voluntarias, figura con una incidencia muy importante cuando el régimen es de OPA a posteriori. Sin embargo, y a diferencia de otras materias, en la relativa al umbral para determinar el control, los Estados miembros al transponer la Directiva han mostrado un elevado nivel de consenso implícito. Por ejemplo, han situado el umbral en el 30% Austria, Bélgica, Chipre, Alemania, Irlanda, Italia, Holanda, Reino Unido, Suecia y España. Sin duda, la competencia entre legislaciones algo habrá tenido que ver en ello.

Pues bien, con independencia de que puede discutirse la superioridad de un régimen de OPA obligatorio frente al voluntario estadounidense, la aprobación de la Directiva de OPAs ha aportado una mayor seguridad jurídica en la ejecución de estas operaciones sin que sea contrario, sino compatible, con una mejor protección de los accionistas minoritarios. Más cuestionable es la solución dada a los dos aspectos de principal discrepancia en su elaboración. La introducción de la reciprocidad como instrumento a considerar en el marco del derecho societario no protege la libre competencia sino que favorece intereses nacionales. Aun sin discutir su legitimidad, es fácil concluir sobre su ajeneidad respecto de los intereses de accionistas y operadores económicos.

El largo tiempo transcurrido para la aprobación de la Directiva de OPAs –más de 20 años- ha contribuido a retrasar el desarrollo del Mercado Interior. Además, el retraso en su transposición por los distintos Estados miembros ha provocado una cierta parálisis en las operaciones de control corporativo, como se ha puesto de manifiesto, por ejemplo, en España, en operaciones muy recientes³.

³ Aunque, probablemente, en este supuesto el planteamiento efectuado por la prensa pudo no ser enteramente correcto, son ilustrativos los artículos de opinión que se han hecho eco de las incertidumbres que ha supuesto la tardanza en la transposición de la Directiva de OPAs al derecho español: «Las nuevas reglas que regirán las ofertas públicas de adquisición (opas) de acciones se estrenarán por la puerta grande con dos megaoperaciones en el mercado español: las compras de Altadis e Iberia. Sin embargo, la incertidumbre sobre el reglamento que desarrolla la nueva regulación de opas (aprobada el pasado abril), cuyo contenido final aún no se ha determinado, aunque previsiblemente entrará en vigor el 13 de agosto a la par que la



1.5. La coexistencia de distintos reguladores. Las autoridades de defensa de la competencia

Una operación transnacional requiere de la autorización de múltiples reguladores.

Un ejemplo ilustrativo de las múltiples comunicaciones y autorizaciones que se requieren para una operación transnacional se recoge en la presentación que Iberdrola ha realizado sobre la adquisición de la norteamericana Energy East. En ella se detallan las autorizaciones que precisa la operación en EE.UU., tanto a nivel federal (Hart-Scott-Rodino Act; Exon-Florio (CFIUS); Nuclear Regulatory Commission; Federal Communications Commission; Federal Energy Regulatory Commission) como a nivel estatal (NY Public Services Commission; Connecticut Department of Public Utility Control; Maine Public Utilities Commission; New Hampshire Public Utilities Commission). Es decir, hasta un total de once entidades regulatorias americanas.

Otro ejemplo muy reciente lo encontramos incluso en un sector no regulado como el tabaquero, en la oferta pública de adquisición presentada por Imperial Tobacco sobre Altadis, que ha requerido, además de la aprobación de las autoridades de defensa de la competencia de la Unión Europea, la notificación a las autoridades de competencia de los Estados Unidos y las autorizaciones de las autoridades en materia de control de concentraciones competentes de Ucrania, Marruecos, Rusia, Turquía, Macedonia, Serbia y Bosnia-Herzegovina.

Pues bien, tanto el artículo 38 de la Constitución Española como los actuales artículos 81 y 82 del Tratado CE consagraron la competencia como principio rector de la economía de mercado, siendo la protección de los derechos de los consumidores en ambos textos una obligación de los poderes públicos. Es claro, sin embargo, que no es éste el único objetivo. Por ejemplo, en el seno de la Unión Europea un objetivo prioritario de la política de defensa de la competencia es la creación y el fortalecimiento de un Mercado Interior. Elemento esencial de dicha política son las concentraciones empresariales.

ley, y la falta de precedentes en la interpretación de las nuevas normas aventuran un proceso complejo. Fuentes jurídicas cercanas a las entidades que preparan las ofertas sobre Altadis e Iberia reconocen la dificultad para determinar sus estrategias de actuación sin conocer todavía el texto final del reglamento, cuyo borrador está en periodo de información pública» (expansión.com – Especial «La reforma de la Ley de OPAS»).



La implantación práctica de esta política merece un esbozo en este trabajo dedicado al marco jurídico general de las fusiones y adquisiciones transnacionales, aunque ello sea objeto de un análisis más detallado en otros trabajos de esta obra colectiva.

La importancia de las concentraciones empresariales en la política de la competencia motivó la introducción en 1989 de la notificación obligatoria en la Unión Europea (Reglamento (CEE) n° 4064/89 del Consejo, de 21 de diciembre de 1989, sobre el control de las operaciones de concentración entre empresas) y en 1999 en España (Real Decreto-Ley 6/1999, de 16 de abril, por el que se modifica la Ley de Defensa de la Competencia). Dicha norma estaba vigente desde el año 1976 en Estados Unidos (*Hart-Scott-Rodino Antitrust Improvements Act* de 1976; 16 C.F.R. Parts 801, 802 y 803).

En el ámbito comunitario, el Reglamento de Concentraciones (Reglamento (CE) n° 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004) establece como objetivo de la política de defensa de la competencia en relación con las concentraciones empresariales, el garantizar la compatibilidad de una concentración de dimensión europea con el mercado común; es decir, el papel del regulador es averiguar si la concentración crea o refuerza una posición dominante que obstaculice significativamente la competencia efectiva en el Mercado Único o en una parte sustancial del mismo.

Para lograr tal objetivo, la norma comunitaria se aplica a toda operación que suponga un cambio duradero del control como consecuencia de la fusión de dos o más empresas o la adquisición del control directo o indirecto sobre la totalidad o partes de una o varias empresas.

Una concentración adquiere «dimensión comunitaria» cuando el volumen de negocios total realizado a nivel mundial por el conjunto de las empresas afectadas sea superior a cinco mil millones de euros, y que el volumen de negocios total realizado individualmente en la Unión Europea por, al menos, dos de las empresas afectadas sea superior a 250 millones de euros, a menos que cada una de las empresas en cuestión realice más de dos tercios de su volumen de negocios total en la Unión Europea dentro un mismo Estado miembro. Aun cuando los umbrales antes citados no se alcancen, la normativa comunitaria prevé que una concentración tendrá dimensión comunitaria en otros supuestos específicos.

Además, el Reglamento de Concentraciones habilita mecanismos excepcionales para que la Comisión Europea pueda llegar a analizar una concentración sin



dimensión comunitaria, así como para que una autoridad nacional pueda examinar una concentración inicialmente sometida al dictamen de la Comisión Europea.

La normativa española ha sido recientemente revisada por la Ley 15/2007, de 3 de julio, de Defensa de la Competencia con el fin de adaptar el régimen de competencia español al nuevo sistema normativo comunitario y a las competencias de las Comunidades Autónomas (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). Su entrada en vigor el 1 de septiembre de 2007 afecta a las concentraciones cuyos efectos tengan lugar en España y, por tanto, no tengan dimensión comunitaria. En tal sentido, la Ley española entiende que se produce una concentración económica cuando tenga lugar un cambio estable del control de la totalidad o parte de una o varias empresas como consecuencia de la fusión de dos o más empresas, la adquisición del control sobre la totalidad o parte de una o varias empresas o la creación de una empresa en participación y la adquisición del control conjunto sobre una o varias empresas.

El procedimiento de control previsto en la Ley de Defensa de la Competencia, se aplicará, con carácter obligatorio, a las concentraciones económicas cuando concurra al menos una de las dos circunstancias siguientes:

- Que el volumen de negocios global en España del conjunto de los partícipes supere en el último ejercicio contable la cantidad de 240 millones de euros, siempre que al menos dos de los partícipes realicen individualmente en España un volumen de negocios superior a 60 millones de euros.
- Que como consecuencia de la concentración se adquiera o se incremente una cuota igual o superior al 30 por ciento del mercado relevante de producto o servicio en el ámbito nacional o en un mercado geográfico definido dentro del mismo.

Respecto a este último punto, es preciso advertir que la cuota de mercado como criterio que determina la obligatoriedad de la notificación se aparta de la tendencia seguida en la legislación comunitaria y en la mayor parte de los países europeos⁴.

⁴ Portugal y el Reino Unido (este último con régimen de notificación voluntaria) mantienen el criterio de cuota de mercado. Francia, por lo contrario, lo ha eliminado.

Por otra parte, en idéntico sentido se pronuncia el documento del International Competition Network «Guidelines/Best and Recommended Practices (Subgroup 1: Merger Notification and Procedures



Este criterio es, nuestra opinión, criticable. Además de la citada falta de sintonía con la normativa de competencia de otros países de la Unión Europea, el mantenimiento del umbral de cuota de mercado como criterio jurisdiccional, obliga a las empresas a realizar un análisis detallado del mercado para concluir si se alcanza la cuota de mercado prevista en la LDC. Ello incorpora una falta de seguridad jurídica indudable y supone el empleo de importantes recursos. Además, la aplicación de dicho criterio determina que puedan estar sometidas a notificación obligatoria las compras de activos o de empresas españolas por operadores sin presencia en España por el mero hecho de que adquiera el control de una compañía con una cuota de mercado superior al 30% en España. Ello supone un evidente obstáculo para las operaciones de control corporativo transnacionales.

Tras indicar de forma muy sucinta el régimen jurídico aplicable a las operaciones de concentración, es necesario señalar el problema que plantea en las transacciones transnacionales intracomunitarias, la coexistencia de un supervisor comunitario y tantos supervisores nacionales como Estados miembros.

Este hecho no es una casualidad sino una estructura institucional expresamente pretendida por la Unión Europea. En efecto, el Plan de Acción para el Mercado Único Europeo⁵ introdujo una acción, la número 4, en relación con el objetivo de resolver las distorsiones fundamentales del mercado, formulada como «*Aplicar un enfoque riguroso a la política de la competencia*» y cuyo desarrollo consistía en la aplicación de un control más estricto sobre las ayudas estatales y en la simplificación y reorientación de la normativa de competencia relativa a los acuerdos entre empresas. La Comisión, indica el Plan de Acción, «*quiere concentrar sus esfuerzos en los acuerdos o prácticas que representan una mayor amenaza para la competencia en el Mercado Único. La creación de autoridades de defensa de la competencia en los Estados miembros hace posible una división del trabajo más racional entre la Comunidad y las autoridades nacionales*». A la vista de dichas consideraciones, la Comisión expresa su compromiso de descentralizar la aplicación de los artículos 85 y 86 del Tratado de la Comunidad Europea (actuales 81 y

Implementation Handbook– *Implementation Handbook 2006*): «*The notification thresholds must be clear, understandable and be based on objectively quantifiable criteria –e.g., thresholds based on assets or sales revenue data (RP II(B)). Market share tests are not appropriate because they are not objective; market shares cannot be established without detailed market analysis; and the exact market definition is open to interpretation depending on the circumstances of each case.*» (subrayado es nuestro).

⁵ Comunicación de la Comisión Europea al Consejo Europeo –CSE (97) 1 final, 4 de junio de 1997–.



82) a favor de los Estados miembros a fin de que tal medida haga posible una aplicación más eficaz de la normativa de competencia.

Diez años después, la Unión Europea tiene una estructura institucional que responde a los criterios señalados. No parece, por otra parte, que se trate de un planteamiento objetable en el terreno de los principios si pensamos en la estructura cuasi federal que se pretende, con un reparto de competencias entre la Unión Europea y los Estados miembros determinado en los tratados constituyentes y perfilado por la jurisprudencia del TJCE⁶. Sin embargo, parece conveniente profundizar algo más en los criterios concretos seguidos para la distribución de los expedientes entre la Comunidad y los Estados miembros y revisar su aplicación en algunos precedentes recientes para concluir sobre la efectividad de su desarrollo.

En efecto, el Reglamento de Concentraciones partía del principio de la «ventanilla única» que permitía a la Comisión un control exclusivo sobre todas las fusiones transfronterizas de una cierta entidad. No obstante, como se afirma en el Reglamento, *«la Comisión y las autoridades competentes de los Estados miembros deben formar juntas una red de autoridades públicas para ejercer sus respectivas competencias en estrecha cooperación, utilizando mecanismos eficaces de consulta y puesta en común de información, a fin de asegurar que los asuntos sean tratados por la autoridad más pertinente, a la luz del principio de subsidiariedad, y con objeto de evitar en la mayor medida posible las notificaciones múltiples de una misma concentración»*.

Estas reglas, aparentemente coherentes con los principios establecidos en los Tratados, en la práctica y ante la aplicación de los criterios establecidos para determinar si una operación tiene o no «dimensión comunitaria», pueden dar lugar a situaciones criticables en el marco de las operaciones de control corporativo transfronterizas:

- El criterio de los dos tercios del volumen de negocio total en la Unión Europea dentro de un mismo único Estado miembro es especialmente relevante cuando en una misma operación se encuentran involucradas empresas con presencia en múltiples mercados. En el supuesto de que la aplicación del criterio cuantitativo (volúmenes de negocio) determinase la «dimensión comunitaria» de la ope-

⁶ NAVARRO, E. *et al*, *Merger Control in the EU*, Oxford University Press, 2002.



ración, la aplicación de la regla de los dos tercios, sin embargo, supondría que la concentración fuera revisada por las autoridades nacionales aun cuando la misma pudiera afectar muy significativamente otros terceros Estados⁷. Un simple ejemplo por todos conocido bastará para ilustrar la cuestión: la OPA lanzada por Gas Natural sobre Endesa, por cumplir la regla de los dos tercios fue revisada por las autoridades de competencia española a pesar de que afectaba significativamente a terceros Estados (Italia, Francia). En definitiva, en tales supuestos, pese a que los efectos de la concentración pueden hacerse sentir en otros Estados, serán competentes para la revisión de la concentración las distintas autoridades nacionales.

- A diferencia del supuesto anterior en el que una operación relevante, formalmente, sin «dimensión comunitaria» por aplicación de la regla de los dos tercios no es examinada por las autoridades comunitaria de competencia (salvo que opere el reenvío previo), existe la posibilidad de que una operación de «dimensión comunitaria» sea revisada por las autoridades competentes de los Estados miembros en aplicación del procedimiento de reenvío anteriormente expuesto. Este mecanismo, no exento de lógica en ciertas ocasiones, dilata considerablemente la consecución de las operaciones de manera que puedan incluso frustrarse por el transcurso de largos períodos de tiempo sin que puedan consumarse.
- En aquellos supuestos en los que una operación no tenga «dimensión comunitaria» pero, por su naturaleza transnacional, afecte a varias jurisdicciones, la comunicación de la misma a las autoridades de competencia se puede tener que multiplicar en tantos países como la normativa nacional de cada uno obligue a ello (véase, a continuación los datos relativos a las notificaciones multijurisdiccionales).

En todo caso pese a los criterios establecidos en el Reglamento de Concentraciones para determinar si una operación tiene «dimensión comunitaria», la actividad de la Unión Europea en la revisión de las operaciones de control empresarial puede calificarse como residual. Los datos que exponemos a continuación así lo demuestran.

⁷ Para una discusión general sobre el asunto, véase: SCOTT, A. «National Champions and the two thirds rule in EC Merger Control», ESRC Centre for Competition Policy & The Norwich Law School, University of East Anglia, CCP Working Paper 06-6.



En el ejercicio 2006 se han notificado 356 operaciones de concentración a la Comisión Europea. De ellos, sólo el 4 por ciento pasaron a segunda fase. Dicho porcentaje se ha mantenido constante desde 2002.

En el mismo ejercicio 2006 fueron notificadas 132 operaciones al Servicio de Defensa de la Competencia español. España representaba menos del 10% del PIB comunitario. Resulta, por tanto, evidente la desproporción en la revisión de las operaciones de concentración en favor de los Estados miembros.

Asimismo, es muy relevante que aproximadamente el 40% de las notificaciones que se han realizado en España en los últimos años haya sido objeto de comunicación a otras autoridades de competencia de otros Estados miembros de la Unión Europea. Como antes indicábamos, además de la carga administrativa que supone para las empresas involucradas, este hecho supone una falta de seguridad jurídica importante, no sólo por la divergencia de normas sobre concentraciones o de criterios sobre su aplicación, sino también por la ausencia de un único interlocutor que analice la operación de concentración en su conjunto y los efectos que ésta pueda tener sobre los distintos mercados afectados, con el consiguiente riesgo de obtener soluciones divergentes que podrían hacer peligrar la concentración.

Por tanto, en términos relativos, el número de asuntos que son decididos por las autoridades de defensa de la competencia comunitarias constituye un porcentaje pequeño respecto del total de las operaciones de concentración examinadas por alguna autoridad de defensa de la competencia en Europa. Por el contrario, no parece que los criterios seguidos por el regulador español y comunitario sean, en términos prácticos, muy distintos aunque algo más estrictos en el caso del primero. Puede ilustrar esta afirmación el que, mientras que en el período 2002-2006, el 3,3% de las operaciones de concentración notificadas a la Comisión Europea fueron examinadas en segunda fase, el Servicio de Defensa de la competencia remitió el 6,5% de las operaciones al Tribunal de Defensa de la Competencia.

La cuestión se complica cuando las empresas intervinientes residen o tienen ventas o actividades en terceros países. En este sentido, puede resultar especialmente útil la comparación de la política de defensa de la competencia en la Unión Europea con la seguida en Estados Unidos. Pues bien, las diferencias entre la política de defensa de la competencia y su desarrollo normativo a ambos lados del Atlántico son notables.



El criterio de reforzamiento de la «posición dominante» utilizado por la legislación comunitaria contrasta con el de «disminución considerable de competencia» utilizado en Estados Unidos (además en Canadá y Australia).

Sin embargo, dicha discrepancia teórica no tiene un efecto significativo en la práctica. En ambos casos, el análisis parte de una investigación del mercado de referencia, así como de una evaluación de la forma en que el mercado o mercados se verán afectados por la concentración notificada. Además, en la práctica, el efecto de la diferente metodología no ha resultado relevante.

Sin embargo, las estadísticas que comparan el número de concentraciones analizadas por la Comisión Europea y por las autoridades de competencia en EE.UU. («*Federal Trade Commission*» (FTC) y «*Department of Justice*» (DOJ)) ilustran cómo existe una importante diferencia cuantitativa en el número de casos notificados en Estados Unidos y en la Unión Europea. Dicha diferencia cuantitativa es muy relevante (las notificaciones efectuadas, durante el 2006, a las autoridades europeas son apenas el 20% de las efectuadas a las norteamericanas).

Las causas de dichas diferencias son, sin embargo, difíciles de determinar con exactitud. Por un lado, parece claro que una de las causas es una distribución distinta entre los diferentes estados de Estados Unidos y el gobierno federal que entre la Unión Europea y los Estados miembro.

Sin embargo, también puede deberse a aspectos formales de la notificación. Ante la Comisión Europea resultan complejos y exhaustivos, mientras que en Estados Unidos dicha notificación, al menos en la primera fase, resulta generalmente más sencilla y, por lo tanto, el número de operaciones comunicadas se incrementa.

A partir de estas consideraciones, es indudable que, como se ha indicado, el tratamiento que se da a tales cuestiones en el marco de una operación de control corporativo transnacional es, en ocasiones, perturbador. Desde el punto de vista de procedimiento, existen aún lagunas que cubrir y reglas que reformar a fin de que dicho trámite resulte más sencillo para las empresas involucradas (evitando costes innecesarios, múltiples notificaciones o, lo que es más grave, inseguridad jurídica): así, debería simplificarse el procedimiento de notificación, en especial en la Unión Europea y en diferentes Estados miembros como España y reforzarse la actividad del regulador europeo.



Finalmente, en ocasiones se ha demonizado al regulador nacional frente al Europeo sobre la base de que aquél carece de independencia, es políticamente vulnerable e, incluso, insolvente técnicamente. No por obvio, debemos dejar de poner de manifiesto lo injusto de acusaciones generales como las señaladas. En dicha línea debe señalarse que el órgano de competencia europeo continúa, a diferencia de muchos órganos nacionales, siendo una Dirección General y, por tanto, integrada en la estructura de la Comisión Europea, sometido a la interferencia de los Estados miembros y con decisiones cuestionadas por el TJCE. Es, por tanto, necesario continuar con el proceso de mejora ya iniciado en ambos niveles.

1.6. Autoridades supervisoras de sectores regulados. Su actuación

Como hemos señalado en la introducción, en la última década se ha producido en España una profunda transformación del papel del Estado en la economía que se ha traducido en la desregulación (M. CARBAJALES, 2006) y la liberalización de sectores de interés general, lo que, impulsado desde las iniciativas comunitarias, ha redundado en beneficio de los consumidores y de las empresas⁸.

Esta apertura de los mercados ha venido acompañada del proceso de privatización de las empresas públicas que, hasta entonces, tenían una posición de control o referencia en tales sectores. La mencionada re-creación del mercado acarrió la aprobación de nuevas normas de carácter sectorial dirigidas a fomentar la competencia bajo determinadas obligaciones de servicio público universal y la supervisión de una autoridad reguladora especializada en dichos sectores.

En tal sentido, la supervisión del correcto funcionamiento de los mercados, de la libre competencia, de las obligaciones de mantenimiento del servicio público y de la actuación de las empresas ha quedado en manos de organismos reguladores nacionales (tales como la Comisión del Mercado de las Telecomunicaciones –MT, Comisión Nacional de la Energía –CNE, etc.). Además, otros organismos o departamentos gubernamentales, supervisan la actividad de otros sectores por resultar de excepcional importancia para la econo-

⁸ Comunicación de la Comisión al Consejo, al Parlamento Europeo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, «Estrategia para el Mercado Interior. Prioridades del periodo de 2003 – 2006», op. cit., p. 13-14.



mía: Comisión Nacional del Mercado de Valores, Banco de España, Dirección General de Seguros y Fondos de Pensiones, etc.

Las competencias atribuidas a estos organismos se caracterizan por su amplitud y por su no exclusividad. En efecto, la actuación de un operador en tales mercados regulados (desde el punto de vista operativo, técnico y, hasta, financiero) se ve sometida y condicionada por la intervención de un número importante de organismos⁹ que inciden en cuestiones básicas de la empresa como la política de precios o descuentos, las inversiones y desinversiones, la presencia en mercados geográficos o el abandono de determinados productos o servicios que, por su poca rentabilidad, no son atractivos para la compañía¹⁰. En todos estos casos, las obligaciones de servicio público universal justifican la intervención.

A la vista de lo expuesto en relación con las funciones de tales órganos reguladores, es evidente que éstas son, en ocasiones, compartidas con las de las autoridades de defensa de la competencia, ya sean nacionales, comunitarias o de terceros países. Ello ha llevado a decisiones divergentes.

En los últimos años han sido frecuentes las ocasiones en que los organismos sectoriales y las autoridades de competencia nacionales o comunitarias, han alcanzado conclusiones distintas, cuando no opuestas, al enjuiciar conductas contrarias a la libre competencia. Ejemplos conocidos los encontramos en:

- Los descuentos concedidos por Telefónica con ocasión de la entrada al mercado de Retevisión, conocidos como «Planes Claros». En ese caso, la CMT estimó que los descuentos de Telefónica no atentaban contra la competencia ni impedía el acceso al mercado de Retevisión. Sin embargo, el Tribunal de Defensa de la Competencia impuso a Telefónica la mayor multa hasta la fecha, 1.400 millones de pesetas, por dicha conducta. En vía de recurso, la Audiencia Nacional redujo sustancialmente la multa y, posteriormente, el Tribunal Supremo la anuló definitivamente. Según entendió el Alto Tribunal, las empresas dominantes tienen derecho a igualar las ofertas de los competidores. La

⁹ Cinco Días 4 septiembre 2007: «Vodafone carga contra la proliferación de reguladores».

¹⁰ El País 4 septiembre 2007: «Telefónica pide que el Estado costee la nueva red de Internet en zonas no rentables»; ABC 4 septiembre 2007: «Telefónica quiere libertad para fijar los precios mayoristas y minoristas».



sentencia del Tribunal Supremo citó ampliamente el informe de la CMT en apoyo de sus tesis.

- Más reciente, la discrepancia mantenida entre la CMT y la Comisión Europea en relación con el acceso al régimen de precios para el servicio de ADSL y la conducta de Telefónica calificada como un abuso de posición dominante, ante el cual la autoridad comunitaria ha impuesto a la compañía española una multa de 151,8 millones de euros, contra la que el gobierno español ha presentado un recurso de anulación en defensa de las competencias de la CMT.

El problema, como se ha visto, no es sólo predicable de las operaciones transnacionales sino, también, de las operaciones internas. Dentro de un mismo Estado miembro, la intervención de distintos supervisores complica extraordinariamente la ejecución de las operaciones, siendo imprescindible una mayor coordinación entre ellos y la simplificación de los procedimientos de aprobación.

El posible solapamiento de funciones con las autoridades de competencia nacionales ha sido resuelto legalmente a favor de estas últimas. Es interesante, a este respecto, el Informe de la CNE sobre el Anteproyecto de Ley de Defensa de la Competencia, de 9 de marzo de 2006, presentado por la Comisión Nacional de la Energía en el que se ofrece un punto de vista totalmente diferente del papel que este organismo debe desempeñar en relación con las cuestiones de derecho de la competencia: El Anteproyecto de Ley «no cumpliría con las consideraciones expresadas por esta Comisión en su “Informe sobre la conveniencia de atribuir funciones adicionales a la CNE en materia de defensa de la competencia», en el que se señalaba que «se considera necesaria la atribución a la CNE de funciones adicionales en la investigación de los hechos y conductas que pudieran ser constitutivos de prácticas contrarias a la Ley 16/1989, de 17 de julio, de Defensa de la competencia, por cuanto que su participación en tales actuaciones de investigación a través de su mera intervención en vía de informe, aunque fuera preceptivo, en el marco de los procedimientos instruidos por las autoridades de defensa de la competencia no siempre sería suficiente. Por el contrario, la complejidad de los sectores energéticos y en particular el sector eléctrico, así como el amplio conocimiento que de los mismos tiene la CNE, aconsejan que sea ésta la que se encargue de instruir tales procedimientos sancionadores». En sentido similar, la CMT se pronunció en contra de algunas propuestas del Anteproyecto que suprimían la función de la CMT de adoptar medidas para la salvaguardia de la competencia en el mercado de las telecomunicaciones y de los servicios audiovisuales, telemáticos e interactivos, que considera esencial para el cumplimiento del fin



para el que fue creada (Informe sobre Reforma de la Ley 16/1989 de Defensa de la Competencia, de 29 de abril de 2006).

En el marco del procedimiento de competencia, la legislación española prevé la posibilidad de que otros organismos sectoriales (CMT, CNE, etc.) deban pronunciarse sobre la misma. Si bien la nueva Ley de Defensa de la Competencia limita las posibilidades de supervisión en materia de competencia por los organismos sectoriales, éstos deberán informar, en el marco de procedimientos de control de concentraciones o de los expedientes incoados por conductas restrictivas (de forma preceptiva pero no vinculante) a la Comisión Nacional de la Competencia (CNC) de las condiciones de competencia en sus mercados, de conformidad con lo que dispongan sus respectivos estatutos jurídicos. Por otro lado, si estos organismos detectan comportamientos contrarios al derecho de la competencia deben poner los hechos en conocimiento de la CNC y abstenerse de adoptar decisiones en cuanto al fondo.

En el caso de las autoridades de competencia comunitarias también prevalece el análisis que éstas realicen frente a la posible opinión de los órganos sectoriales nacionales, pero la cuestión, en este caso, no es sólo sobre qué decisión prevalece: las concentraciones en sectores regulados exceden, en muchas ocasiones, el mercado nacional y, en tales casos, una autoridad supranacional como es la Comisión Europea podría tener que opinar en relación con tales mercados sectoriales en tanto afecten a diversos Estados miembros.

1.7. La ausencia de predicibilidad y transparencia en las decisiones de los organismos reguladores

En el marco de las operaciones de control corporativo, domésticas o transnacionales, la percepción que se tiene de la actuación de tales reguladores, a partir de las experiencias de las empresas involucradas, es la ausencia de transparencia en su toma de decisiones y la dificultad para los interesados de predecir su contenido. Las operaciones de control corporativo de los últimos años han puesto de manifiesto la existencia de serias barreras que aparecen, precisamente, más claras en los sectores regulados:

- (i) Desviación de poder: La desviación de poder (*«misuse of supervisory power»*) en los procesos de toma de decisión por las autoridades reguladoras



constituye uno de los principales obstáculos para la consecución de operaciones de control corporativo. Por ello, el principio de transparencia en el proceso de toma de decisiones es, en ocasiones, vulnerado.

- (ii) La complejidad de numerosos procesos de autorización. La imposición de obligaciones de comunicación, información periódica, etc., ante muy diversas autoridades supervisoras no sólo dificulta el proceso de toma de decisiones, sino que condiciona en muchos casos el resultado de la operación, tanto desde el punto de vista operativo, por las condiciones que puedan imponer las autoridades de competencia u otros organismos reguladores, como por el incremento de recursos que supone para las empresas dar cumplimiento a todos los procedimientos que se ponen en marcha para la conclusión de la operación.
- (iii) Divergencias en las prácticas supervisoras entre los organismos reguladores: A pesar de la armonización comunitaria en cuestiones técnicas (desde los mercados financieros –vía Lamfalussy– hasta las políticas comunitarias en materias como energía, transporte, etc.), la adopción a nivel nacional de requisitos más estrictos, aun sin ser discriminatorios *per se*, conlleva una divergencia en la actuación de los organismos reguladores (PETIT, 2004) que puede dificultar las operaciones de control corporativo.

Todos ellos son factores identificados como riesgos de transacción por los operadores económicos que, por tanto, constituyen barreras para su implantación

1.8. La actuación de los tribunales

Obvio es decir que la ausencia de criterios legales claros que sirvan de guía para la toma de decisiones por los reguladores, dificulta su control jurisdiccional. Por otra parte, la falta de especialización de los juzgados y de inmediatez en sus decisiones son otros importantes obstáculos a su eficaz funcionamiento.

2. ¿Qué medidas se han adoptado?

En los últimos años se han dado pasos significativos para la solución de los problemas señalados. Sin ánimo de exhaustividad, enumeraremos algunos de los instrumentos creados para solucionar los problemas planteados, avanzar en la conse-



cución de un Mercado Interior y en la coordinación de actuaciones entre la Unión Europea y terceros Estados.

(i) El Plan de Acción para la Modernización del Derecho de Sociedades.

En el 2003, la Comisión Europea, siguiendo las recomendaciones del Informe Winter, lanzó el Plan de Acción para la Modernización del Derecho de Sociedades. El Informe Winter enfatizó la necesidad de profundizar en la armonización normativa en el seno de la Unión Europea como el único instrumento válido para la consecución de un Mercado Interior real.

Este convencimiento, aprendido a partir de la frustración producida por el tortuoso proceso de aprobación de la Decimotercera Directiva sobre ofertas públicas de adquisición de valores, provocó el encargo a un grupo de expertos, bajo la presidencia del holandés Jaap Winter, y previa consulta a todas las partes potencialmente interesadas, para que elaborara un documento –finalmente fueron dos– sobre la modernización del derecho de sociedades y la armonización del régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. Para este grupo de expertos, cuyas conclusiones hizo suyas la Comisión Europea y que sirvieron de base para el Plan de Acción para la Modernización del Derecho de Sociedades, la primera medida fue cambiar la aproximación conceptual, priorizando la eliminación de los obstáculos para las operaciones transnacionales sobre la base de un reforzamiento de la transparencia informativa. A este respecto, el segundo Informe Winter señala lo siguiente: «*The European single market is more and more becoming a reality and business will have to become competitive in this wider arena. In order to do so, it will have to be able to efficiently restructure and move across borders, adapts its capital structure to changing needs and attract investors from many Members States and other countries*».

Ello no quiere decir, aunque sea conveniente señalarlo, que una adecuada protección de los accionistas y acreedores no sea imprescindible, sino que ésta se consigue más eficazmente favoreciendo las operaciones transfronterizas en mercados de libre competencia y ello, no sólo mirando a la experiencia europea, sino también comparándola con la estadounidense.

La sola referencia a la experiencia estadounidense plantea una nueva cuestión, foco de tradicional controversia, en relación con el alcance de la actua-



ción de la Unión Europea: ¿armonización o competencia entre legisladores y reguladores? La respuesta a esta cuestión, tomando como base un sistema esclerotizado de directivas, puede llevar a confusión. La consecución del Mercado Interior en la Unión Europea requiere de una armonización dinámica de los aspectos básicos y fundamentales del mercado de valores, del mercado financiero y del derecho fiscal y de sociedades. Esta es la propuesta base del Informe Lamfalussy en relación con los mercados financieros.

Sin embargo, la armonización no puede ni debe pretender la unificación absoluta del derecho de sociedades. No puede, porque la convergencia en la regulación no permite ignorar que las realidades son distintas: las instituciones, las estructuras de propiedad de las compañías y la organización de los mercados de capitales y de control corporativo, lo son. No debe, porque dicha unificación no es necesaria para la creación de un Mercado Interior. Nadie duda sobre que dicho Mercado Interior existe en los Estados Unidos y, sin embargo, el instrumento utilizado ha sido la competitividad entre Estados y la armonización vía el sometimiento voluntario de las empresas a la jurisdicción competitivamente ganadora (EGEA, 2005, ROMANO, 1993). La unificación debe considerarse, en cierta medida, un objetivo obsoleto y, en buena medida, fallido. Un cierto grado de competitividad contribuirá a la mejora de la eficiencia de las operaciones de fusiones y adquisiciones transnacionales, siempre que se parta de unas bases comunes armonizadas. A este respecto, parte de la doctrina estadounidense, cuando defiende la competencia legislativa entre Estados, olvida la existencia de una normativa federal y de reguladores federales como la *Securities and Exchange Commission*.

En definitiva, el Plan de Acción parece una adecuada vía intermedia para enfocar la solución al problema.

La mejora de los instrumentos de buen gobierno empresarial ha sido también parte importante de las soluciones propuestas: Las recomendaciones en materia de consejeros independientes, de remuneración de los miembros de los órganos de administración o la modernización de los Principios de Gobierno Corporativo de la OCDE han contribuido a conseguir un mayor grado de armonización entre los distintos mercados y operadores.

Finalmente, es muy relevante, la aplicación de nuevos instrumentos para la mejora de la transparencia empresarial, la unificación de la información. Se



han dado pasos significativos en la mejora de su calidad y fiabilidad. Entre ellos, destacan la implantación de las NIIC, mediante la aprobación de los Reglamentos de la Comisión Europea por los que se adoptan las Normas Internacionales de Contabilidad existentes a 14 de septiembre de 2002, salvo la NIC 32 y la NIC 39, y los distintos reglamentos de primer y segundo nivel que las han seguido, la Directiva de folletos o la Directiva sobre abuso de mercado; o las recomendaciones de la Comisión Europea sobre la independencia de los auditores de cuentas.

(ii) Otros instrumentos de modernización del derecho de sociedades.

El Informe Winter y el Plan de Acción para la Modernización del Derecho de Sociedades, focalizados, como ya hemos comentado, en facilitar las operaciones transnacionales, han abordado las siguientes grandes áreas: (i) la modernización y coordinación del gobierno corporativo en la Unión Europea sobre la base del reforzamiento de la transparencia informativa; (ii) la flexibilización de la normativa sobre capital mínimo de las sociedades; (iii) el tratamiento de los grupos de sociedades y las estructuras piramidales; (iv) la reestructuración societaria; (v) la creación de la sociedad europea cerrada (*European private company*); y (vi) las formas de cooperación entre empresas.

No es este el lugar idóneo para realizar un análisis en profundidad del Informe Winter ni de las prioridades del Plan de Acción. Sin embargo, sí puede resultar ilustrativo señalar ciertos puntos de convergencia comunes con el Plan de Acción de los Servicios Financieros: el objetivo básico es el fomento de la movilidad empresarial y de la cooperación y los acuerdos entre empresas, la transparencia informativa constituye el epicentro de los futuros desarrollos normativos y la adopción de las enseñanzas estadounidenses en aspectos tales como la mejora del gobierno corporativo y la flexibilización de los requisitos mínimos de capital, son referencias utilizadas, aunque sea para ser parcialmente descartadas.

En relación con la influencia estadounidense, resulta evidente que el reforzamiento de la información y la transparencia societaria, su fiabilidad mediante el agravamiento de la responsabilidad de los directivos, la creación del comité de auditoría y la independencia de los auditores, el tratamiento de las operaciones vinculadas y la remuneración de los directivos, etc., son aspectos que tienen, en buena parte, origen e impulso en el gobierno corporativo esta-



dounidense de la era post-Enron, aunque no falten las adaptaciones exigidas por la realidad europea. También resulta evidente que, aun sin llegar a las mismas soluciones, la flexibilización de los requerimientos de capital propugnada en el Plan de Acción ha tomado como ejemplo la regulación de los Estados Unidos, en los que, en la mayoría de los Estados, no existe exigencia de capital mínimo ni éste es el principal instrumento de protección de los acreedores.

- (iii) En el mercado de servicios financieros destaca el Plan de Acción de los Servicios Financieros.

El progreso en el proceso de creación de un mercado integrado de servicios financieros es una realidad cuyas palancas fueron la adopción del Euro como moneda única y el Plan de Acción de los Servicios Financieros.

En efecto, el ECOFIN de 17 de julio de 2000 estableció el mandato del Comité Lamfalussy, encargándole que examinase: (i) las condiciones en las que se implementaba la regulación de los mercados de valores en la Unión Europea; (ii) cómo los mecanismos regulatorios debían responder a los cambios que se estaban produciendo en los mercados financieros de la Unión Europea y (iii) proponer mejoras en las prácticas y métodos regulatorios que asegurasen la eliminación de las barreras y obstáculos al desarrollo e integración de los mercados financieros (OLCESE y MARTÍN, 2004).

El informe final del Comité Lamfalussy de 15 de febrero de 2001 centra las deficiencias del modelo regulador en la lentitud en la transposición de la normativa europea a la normativa nacional. Además, enfatiza las divergencias con que los diferentes Estados miembros transponen las directivas, lo que perpetúa la fragmentación institucional. Por tanto, siempre según el citado Comité, los intentos por crear un mercado financiero europeo integrado y fuertemente desarrollado resultaban estériles a partir de unos instrumentos legislativos que no lo permitían.

Lamfalussy propuso una estructura de cuatro niveles. El nivel 1 recoge las leyes marco, directivas o, preferentemente, reglamentos, que se deben ceñir a definir los principios generales y los objetivos de la regulación, por lo que, en definitiva, deberán establecer el marco de funcionamiento en el que operará la legislación delegada. El nivel 2 contendrá las normas de desarrollo regla-



mentario que serán elaboradas por un procedimiento simplificado, para lo que contarán con el asesoramiento técnico del CESR (*Comité Europeo de Reguladores de Valores*) y la aprobación del *European Securities Committee*, lo que planteó serias reticencias por parte del Parlamento Europeo por cuanto pudiera suponer su pérdida de control sobre gran parte de la legislación financiera. En el nivel 3 se incluirían las interpretaciones comunes, recomendaciones y códigos voluntarios aprobados por el CESR. Finalmente, el nivel 4 deja en manos de la Comisión el control del cumplimiento de la normativa europea por los Estados miembros, previéndose que la Comisión debía llevar a los posibles infractores ante el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas (el «TJCE»).

En el año 2003, el denominado proceso Lamfalussy se extiende a la regulación bancaria y de seguros, con la creación de dos nuevos comités de nivel 2: el *European Banking Committee* (EBC) y el *European Insurance and Occupational Pensions Committee* (EIOPC) y dos nuevos comités de nivel 3: el *Committee of European Banking Supervisors* (CEBS) y el *Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* (CEIOPS).

Con el Plan de Acción de los Servicios Financieros, un paquete legislativo de 42 normas, se pretende la consecución de unos mercados europeos de capitales que sean de mayor utilidad tanto para inversores como emisores, así como la supresión de los obstáculos para la prestación transfronteriza de servicios financieros.

Así, por ejemplo, uno de los aspectos centrales del Plan de Acción es la divulgación de la información financiera por los emisores. La literatura económica es unánime al señalar que la asimetría informativa es la principal razón para que los inversores no inviertan en otras jurisdicciones. Por ejemplo, la Directiva 89/208 de folletos toma como prioridad «establecer una verdadera política comunitaria de información sobre los valores negociables; que una política informativa de este tipo, gracias a las garantías que ofrece a los inversores y a su incidencia en el buen funcionamiento de los mercados de valores, tendrá por efecto promover la interpenetración de los mercados nacionales de valores y favorecer de ese modo la creación de un mercado europeo de capitales.» Como se verá, la transparencia informativa como elemento clave del Plan de Acción de los Servicios Financieros es su punto de



conexión con el Plan de Acción para la Modernización del Derecho de Sociedades.

La valoración efectuada por el IIMG (*Inter-Institutional Monitoring Group*) sobre la aplicación del Informe Lamfalussy es globalmente positiva.

Este proceso encuentra su culminación, hasta la fecha, con el White Paper-Financial Services Policy 2005-2010.

Todo ello ha hecho que la European Banking Federation haya señalado que «*A single market for wholesale financial services (e.g. interbank lending, government and corporate bonds, investment banking...) is close to reality, as some benefits from this process seem to confirm: lower funding cost for issuers, increased product range for investors, declining fees in the provision of investment banking services...*» (Report of integration of European Financial Services Markets – diciembre 2007)

(iv) Transposición de la Directiva sobre fusiones transfronterizas.

La aprobación de la Directiva de fusiones redundará, una vez transpuesta, en una mayor facilidad para la ejecución de dichas operaciones entre empresas domiciliadas en los distintos Estados miembros.

Sin embargo, las carencias anteriormente señaladas y los retrasos en su transposición hacen que, después de 20 años, no se cuente con un procedimiento eficiente para conseguirlo.

(v) Aprobación de la Directiva de OPAs.

No cabe duda de que la aprobación de la Directiva de OPAs ha supuesto, pese a sus carencias armonizadoras, un importante paso adelante en la creación de un mercado de control corporativo europeo. A dicho objetivo ha contribuido, además, un proceso armonizador que, tres años después de la aprobación de la Directiva de OPAs, ha mostrado una significativa convergencia entre los Estados miembro en aspectos tales como el umbral de control, la actuación del órgano de administración de la sociedad afectada, o los criterios de aplicación de las compraventas forzosas.



(vi) La normativa de derecho de la competencia.

El Reglamento de Concentraciones, (Reglamento (CE) nº 139/2004 del Consejo, de 20 de enero de 2004) ha contribuido decisivamente a la modernización del derecho de la competencia y a la armonización de la normativa de los distintos Estados miembros.

Además, a fin de evitar distorsiones en la aplicación de las normas de competencia, las autoridades de Estados Unidos y las de la Unión Europea han desarrollado mecanismos de cooperación, primero de manera informal, más tarde bajo los auspicios de la OCDE¹¹ y, finalmente, sobre la base de varios acuerdos¹². Como consecuencia de tales acuerdos, la cooperación transatlántica se ha incrementado notablemente; según datos aportados por la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo, la Comisión cursó un total de 63 notificaciones a las autoridades norteamericanas durante el año 2002. Por su parte, la Comisión recibió en total 44 notificaciones de las autoridades estadounidenses durante el mismo período. Las fusiones constituyeron el grueso de las notificaciones en ambas direcciones. La Comisión notificó 56 y las autoridades de Estados Unidos 27.

b. Las dificultades para la gestión de la empresa adquirida. El marco regulatorio

El objetivo principal de toda operación de fusión o adquisición, ya sea nacional o transnacional, es la maximización del valor de la empresa para sus accionistas. Dicha creación de valor tiene, entre sus fundamentos, su capacidad de generar sinergias productivas o financieras¹³. Estas sinergias, en un sentido amplio, pue-

¹¹ Comunicación de la Comisión al Consejo y al Parlamento Europeo sobre la aplicación de los Acuerdos entre las Comunidades Europeas y el Gobierno de los Estados Unidos de América y el Gobierno de Canadá relativos a la aplicación de sus normas de competencia 1 de enero de 2002 a 31 de diciembre de 2002, 13 de agosto de 2003 –COM(2003) 500 final–.

¹² *Agreement between the Government of the United States of America and the Commission of the European Communities regarding the application of their competition laws* (1995 O.J. L95/47). En 2002, se estableció un grupo de trabajo en materia de concentraciones bajo el documento denominado «*Best practices on EU/US cooperation in merger cases*».

¹³ Es interesante el análisis que se hace por la Dirección General de Política de la Pequeña y Mediana Empresa de las motivaciones de las fusiones y adquisiciones en el documento «*Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial*», de marzo de 2007.



den ser directas o inmediatas (reducción de costes, economías de escala en la producción y en la venta, unificación de productos, etc.) o indirectas (aumento de tamaño, entrada en nuevos mercados, etc.).

La concurrencia de los siguientes factores favorecerá las operaciones de control corporativo:

- De tipo estructural: la existencia de potenciales mercados homogéneos en los que la compañía desarrollará su actividad; el posible aumento de cuota de mercado; la inexistencia de barreras de entrada; hábitos del consumidor objetivo que faciliten la penetración de los productos o marcas, etc.
- De tipo financiero: la existencia de economías de escala o de sinergias –integración vertical, etc.–, la mayor capacidad de endeudamiento, la obtención de incentivos fiscales, etc.

La presencia de tales factores en las transacciones que se desarrollan en el ámbito internacional es estadísticamente menos frecuente y, por ello, la necesidad para las empresas de llevar a cabo operaciones transnacionales aparece, fundamentalmente, en aquellos mercados geográficos maduros que no lo permiten por el nivel de concentración o en los que, al menos, resulta complicado un proceso de mayor consolidación. En efecto, la existencia de un mercado consolidado acarrea, generalmente, una gran competencia en precios causado por empresas que desean incrementar su cuota de mercado sacrificando sus beneficios. En tales circunstancias, a las empresas les resulta muy difícil hacer crecer o consolidar las distintas magnitudes que afectan su negocio (EBITDA, cuota de mercado, margen de beneficio, etc.) por lo que volverán la vista a otros mercados y analizarán la oportunidad y conveniencia de acometer operaciones transnacionales aunque presenten mayores costes y menores sinergias que las operaciones de ámbito nacional hasta entonces realizadas.

Especialmente significativo resulta, en este sentido, el estudio sobre la consolidación del sector financiero en Europa llevado a cabo por la Comisión Europea (*Commission Staff Working Document. Cross-border consolidation in the EU financial sector*). En él se incluye una encuesta entre asociaciones y otras entidades representativas en el sector financiero en la que se concluye que los mayores costes y las menores sinergias de estas operaciones, si se comparan con las nacionales, son el principal obstáculo para la decisión positiva sobre las mismas. En concreto, se afirma lo siguiente: «*The key message is that obstacle number one is*



the low level of fixed costs synergies in cross border mergers when you compared to domestic ones. This results in a lack of substantial economic value from cross-border M&As, especially when opportunities for domestic growth are (or were) available».

Sin embargo, las barreras económicas y culturales que desincentivan las operaciones transnacionales van reduciéndose. La globalización e Internet van, progresivamente, eliminando las barreras a un ritmo mucho más vivo. ¿Qué puede pedirse al marco jurídico?: que facilite dicha evolución y que, en definitiva, la acompañe a la imparable homogeneización de los mercados.

No hace mucho, la comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de Regiones (Bruselas 25.10.2005 – COM (2005) 535 final) enfatizaba el problema y lo ilustraba con un ejemplo significativo: el sector de los residuos está *«regulado por dieciocho directivas y seis reglamentos y nada menos que veintidós actos comunitarios regulan el etiquetado de los productos alimentarios»*.

De esta forma, se reconocía que la Unión Europea no había facilitado a las empresas de sus Estados miembros su operativa en el Mercado Interior, sino al contrario. El proceso legislativo comunitario ha creado una maraña normativa que, en su coexistencia con las normativas estatales, lejos de unificar los mercados, ha contribuido a su fragmentación. Ante esta situación cabe preguntarse dónde quedó el principio de subsidiariedad en su intervención normativa consagrado en el artículo 5 del Tratado CE.

En el mismo sentido, la divergencia entre la normativa de protección de los consumidores y de los usuarios de servicios financieros ha sido señalada como un elemento esencial que ha dificultado las operaciones transnacionales en sectores, como el bancario. La prueba de que la inexistencia de armonización normativa en estas áreas ha funcionado como una barrera eficaz a las operaciones transnacionales es la existencia de un mercado fuertemente concentrado en banca mayorista y de inversión frente a otro mucho más atomizado y fragmentado en banca minorista.

La simplificación en la normativa que regula la actividad de las empresas es la única receta posible. Los incentivos europeos para conseguirla (Comunicación de la Comisión Europea de marzo de 2005 *«legislar mejor para potenciar el crecimiento y el empleo»*) han resultado, hasta ahora, insuficientes.



Compartimos, sin embargo, sus líneas fundamentales:

- Analizar, en profundidad, el impacto de la simplificación normativa en todas las partes interesadas, tales como las empresas y la industria;
- Aplicar un método de simplificación basado en técnicas como la derogación, la codificación, la refundición y el cambio de los métodos de aplicación normativa;
- Que el método legislativo dé clara preferencia a los requisitos esenciales. Respecto a las especificaciones técnicas debe utilizar la técnica de la normalización, estableciendo técnicas detalladas y simples de evaluación de conformidad, lo que permite, además, reducir considerablemente la intervención de los poderes públicos (nacionales y europeos) antes de la comercialización de productos y confiar más en las fuerzas del mercado para garantizar que sólo se comercialicen productos seguros.
- Un mayor uso de los reglamentos y la sustitución de las directivas, siempre en el marco de los principios de subsidiariedad y proporcionalidad.

Estas medidas redundarán, además, de manera indirecta en la reducción de los costes administrativos y en la homogeneización más eficaz de las condiciones en que las empresas pueden desarrollar su actividad en otros mercados, incrementando las economías de escala de su operativa transnacional.

c. El papel de los legisladores nacionales

Ante la situación descrita, cabe preguntarse: ¿cuál debe ser el papel de los legisladores nacionales?

La existencia de una progresiva armonización de la normativa comunitaria y de una convergencia con otras legislaciones, forzada en gran parte por la realidad económica, no significa, como ya se ha indicado, la unificación normativa absoluta ni, por tanto, la eliminación de la competencia legislativa entre los Estados miembros por encima del cuerpo básico de doctrina común.

Los Estados miembros tienen su campo de actuación fundamental en lo no regulado por las directivas comunitarias. Este terreno es más amplio conforme las directivas se van convirtiendo progresivamente en normas «de mínimos». Ese espacio es en el que la competencia entre legislaciones tiene su importancia y donde la legislación puede otorgar ventajas a unos Estados miembros frente a otros.



Sin embargo, en este punto es necesario hacer referencia al problema de la legislación aplicable a las sociedades de los Estados miembros en función de su lugar de incorporación (teoría del domicilio social) o del lugar donde tengan su efectiva dirección y administración (teoría de la sede), pues de una u otra solución dependerá en gran medida la eficacia de la competencia legislativa entre Estados miembros como instrumento de potenciación de las operaciones transnacionales. En efecto, numerosos países de la Unión Europea (como, por ejemplo, España) recogen en su normativa interna la llamada teoría de la sede, que obliga al domicilio legal y estatutario de toda sociedad en el Estado miembro donde tenga su principal establecimiento, explotación o centro efectivo de dirección y administración. De esta forma si, por ejemplo, una sociedad española quisiese incorporarse en otro Estado miembro de la Unión Europea por considerar su legislación más atractiva para sus intereses, debería trasladar a dicho Estado la sede de su dirección efectiva, pues en caso contrario vendría obligada a conservar su nacionalidad española y, por tanto, su sujeción a la legislación española.

La teoría de la sede, sin embargo, se ha visto matizada por la normativa comunitaria y, en particular, por el artículo 48 del Tratado CE que indica que las sociedades gozan de libertad de establecimiento en cualquier Estado miembro de la Unión Europea siempre que cumplan dos requisitos: (i) la sociedad debe haber sido «*constituida de conformidad con la legislación de un Estado miembro*» y (ii) la sociedad debe tener su «*sede social, administración central o centro de actividad económica en un país comunitario*». A este respecto, se ha pronunciado el TJCE en varias sentencias recientes: la de 9 de marzo de 1999 (*Centros Ltd vs. Erhvervs- og Selskabsstyrelsen*), de 5 de noviembre de 2002 (*Überseering*) y de 30 de septiembre de 2003 (*Inspire Art*).

De acuerdo con la referida jurisprudencia comunitaria, la mayoría de la doctrina parece considerar que el modelo de sede real, al menos en su postulado conflictual fundamental (i.e., una sociedad constituida válidamente en otro Estado miembro no va a ser reconocida como tal a menos que tenga en el territorio de dicho Estado su sede real) es incompatible con el Tratado CE y, por lo tanto, no resulta aplicable en casos comunitarios. Así, no se debería poder aplicar la ley española a una sociedad constituida conforme a la ley de otro Estado miembro de la Unión Europea y que tenga su domicilio estatutario en dicho Estado, aunque dicha sociedad tenga su centro de administración y dirección en territorio español.

El pleno reconocimiento por los Estados miembros de este principio recogido por el TJCE sobre la base del artículo 48 del Tratado CE será, obviamente, muy rele-



vante en el ámbito intra-comunitario para el desarrollo de una efectiva competencia legislativa bajo el paraguas de la normativa comunitaria común, en la medida en que los agentes económicos tengan libertad real, dentro del Unión Europea, para decidir el cuerpo legal al que se someten.

De esta forma, determinadas instituciones, desconocidas en España y respecto de las que no parece posible plantear objeciones serias a su viabilidad jurídica, constituyen mecanismos apropiados para favorecer las operaciones transnacionales y la eficiencia del mercado financiero. Pongamos varios ejemplos que ayudarán a comprender esta realidad:

- Supongamos que una sociedad española y una del Reino Unido, ambas cotizadas en bolsa y con un accionariado disperso, alcanzan un acuerdo entre iguales en virtud del cual se acuerda la integración de ambas compañías, mediante la toma de control de la una sobre el 100% de la otra. Sin embargo, la estructuración de la operación cambiará radicalmente en función de cuál sea la compañía adquirida. Si se trata de la española, la operación, que requeriría de una oferta pública de adquisición, precisaría de la aceptación de un 90% del capital social de la compañía española afectada para poder aplicar el mecanismo de *squeeze-out* (artículo 60.ter de la Ley del Mercado de Valores y 47 del Real Decreto 1066/2007) que posibilite a la compañía inglesa hacerse con el 100% de la sociedad española. Por el contrario, si la compañía adquirida es la inglesa, la legislación de ese país pone a disposición de los operadores el mecanismo del «*scheme of arrangement*» mediante el que, con la aprobación de una mayoría del 75% del capital social de la sociedad inglesa, la operación es vinculante para la totalidad del capital social.

Ésta es la forma en la que se han materializado las operaciones de toma de control del Abbey por parte del Santander y de Scottish Power por parte de Iberdrola. En el caso de la toma de control del Abbey se preveía, por un lado, un canje de acciones mediante el cual los accionistas del Abbey acudieron a la oferta pública de suscripción de acciones de Santander desembolsando *in natura* las acciones de las que eran titulares en Abbey y, por otro, la posibilidad de adquirir el 100% de la sociedad una vez que el 75% de los accionistas del Abbey hubiera aprobado la operación. El resultado es que los accionistas del Abbey pasaron a ser accionistas de Santander que se convirtió en el socio al 100% del Abbey. De forma similar se cerró la operación de integración de Scottish Power en Iberdrola.



- Esquemas similares existen en los Estados Unidos, por ejemplo, la operación de *binding share exchange* prevista en la legislación del estado de Virginia, que ha sido precisamente utilizada por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria para lograr adquirir el 100% del capital social de la entidad de crédito estadounidense Compass Bancshares Inc. con la mera aprobación por parte de la junta de accionistas de esta última de la oferta realizada por el banco español.
- Otro ejemplo de esta competencia de legislaciones lo encontramos en las limitaciones cuantitativas impuestas en determinadas jurisdicciones para la emisión de valores de deuda por sociedades no cotizadas. Por ejemplo, en España, las sociedades anónimas no cotizadas no pueden emitir obligaciones u otros valores que reconozcan o creen una deuda por importe superior a su capital social y sus reservas, aunque no tienen limitación para asumir endeudamiento bancario, por ejemplo. Otras jurisdicciones (como, por ejemplo, Luxemburgo) no tienen esta limitación, lo que es utilizado por las compañías de los países más restrictivos para constituir en dichas jurisdicciones nuevas filiales del grupo a las que se encomiendan la actividad de obtener la financiación externa, aprovechando las condiciones y facilidades concedidas por las referidas jurisdicciones. Todo ello, obviamente, sin entrar a discutir la normativa fiscal de aplicación.

En este contexto, la única limitación normativa para los Estados debería ser el ámbito de la normativa armonizada y la no restricción arbitraria de las libertades constitucionales de establecimiento y circulación. Ejemplo de actualidad es la polémica en torno a la deducibilidad del fondo de comercio financiero para sociedades establecidas en territorio español que, en ningún caso debe ser enjuiciado sobre la base del instituto de las ayudas de Estado sino, en su caso, del instrumento arbitrado para la revisión de la competencia fiscal entre los Estados miembros en ausencia de armonización, como es el caso de la fiscalidad directa.

Hasta ahora nos hemos referido a los obstáculos derivados del derecho societario y del derecho del mercado de valores. Sin embargo, éstos no están considerados por los actores como las únicas barreras legales. Se consideran igualmente significativas otras como la divergencia en la normativa de protección de consumidores y usuarios o la legislación laboral, o de competencia y aquéllas aplicables a sectores regulados que, por su importancia a los efectos de este trabajo, son objeto de tratamiento diferenciado.



Además, el hecho de que la normativa que afecte a la ejecución de este tipo de operaciones sea tan diversa (fiscal, laboral, medioambiental, administrativa, protección de datos, etc.) dificulta una armonización legislativa intracomunitaria y enfatiza el problema cuando terceros países están involucrados en la misma.

Hay, sin embargo, aspectos legales comunes a todas o la mayoría de las adquisiciones que, ante la ausencia de una *lex mercatoria* de general aplicación, facilitan las transacciones. Las relaciones entre las partes involucradas en una operación de adquisición se regularán contractualmente. La prevalencia general de los contratos suscritos sobre una ley que, en esta materia, suele tener carácter dispositivo, favorece su negociación y ejecución. Dichos contratos deberán prever los riesgos regulatorios que la transacción deba afrontar (autorizaciones administrativas, aplicación del derecho de la competencia, etc.).

d. Una reflexión adicional sobre los organismos reguladores

Los organismos o agencias supervisoras o reguladores emergen, tal y como se ha comentado anteriormente, en el curso del proceso de liberalización de ciertos sectores de interés general hasta entonces controlados por el Estado. A partir del impulso dado por la legislación comunitaria, la privatización de las empresas públicas en los sectores de la energía, telecomunicaciones y transporte junto con la liberalización de los mercados financiero-bancario, de la radio y televisión, etc., provoca el que el legislador español regule de forma exhaustiva diversos aspectos de tales mercados y ello con un doble fin: por un lado, mantener un nivel de infraestructuras y de prestación de servicios adecuado de forma que la privatización no signifique el abandono de servicios que pudieran resultar ineficientes para los nuevos propietarios de las empresas privatizadas; y, por otro, procurar la competencia en tales mercados de forma que ello redunde en beneficio de los consumidores y de las empresas más eficientes.

Para conseguir tales objetivos, no basta con que se dicte una batería de normas reguladoras de todos los aspectos sustantivos o técnicos de cada uno de los mercados sino que es necesario que se articulen los mecanismos que permitan velar por el cumplimiento de tales normas. Este no es un camino que se haya recorrido sólo en España. Al contrario, al amparo de estos procesos de liberali-



zación es como nacen las agencias u organismos supervisores o reguladores en los países europeos, Estados Unidos¹⁴, e incluso en el seno de la Unión Europea¹⁵.

El proceso de descentralización de funciones reguladoras (tanto de tipo normativo –facultad de dictar normas reglamentarias–, como de tipo ejecutivo –haciendo que los mercados funcionen y operen según lo dispuesto legalmente– y, finalmente, de tipo disciplinario –controlando el comportamiento de los competidores en cada uno de los mercados–) ha sido imparable y la constitución de agencias u organismos reguladores nacionales ha sido definitiva.

Por todo ello, conviene detenerse, si acaso de forma muy breve, en comentar los caracteres propios de las denominadas «agencias u organismos reguladores o supervisores» (GERARDIN, 2004) que, por su naturaleza, disfrutan de poder discrecional para decidir sobre los asuntos que se le plantean, bajo el principio de legalidad, y para disponer y desarrollar normas reglamentarias dentro del ámbito de sus competencias:

- (i) La independencia es uno de los elementos esenciales que guían tanto su proceso de constitución (elección de sus miembros, dotación de cuerpo administrativo técnico y de recursos suficientes) como su actuación (proceso de toma de decisiones). Dicha independencia se logra a partir de la ausencia de inje-

¹⁴ El proceso de creación de las agencias federales se inició en EE.UU., a finales del siglo XIX y comienzos del XX, mediante la creación de las ya mencionadas FTC, FCC o SEC. La coexistencia de agencias federales con organismos supervisores estatales se ha basado en la potestad de los primeros para conocer de todos aquellos asuntos que puedan afectar a más de un Estado. Dicha concurrencia de competencias ha sido corroborada en varias ocasiones por el Tribunal Supremo norteamericano (que ha sido flexible en aceptar la creación de tales agencias federales pese a las limitaciones constitucionales). Así, en relación con la ejecución de operaciones de control corporativo, las agencias federales son las encargadas de revisar la transacción sin perjuicio de que puedan coordinarse, sobre la base de reglas no escritas, con las agencias estatales, prevaleciendo en todo caso la opinión de las primeras.

¹⁵ A diferencia de lo señalado en relación con el desarrollo de las agencias supervisoras en EE.UU., el camino de las agencias europeas ha sido más complejo. Las dudas sobre la base constitucional que permita su creación unida a dos hechos, de un lado, la reticencia de los Estados miembros a delegar funciones y competencias a un organismo supranacional fuera de su control y, de otro, la jurisprudencia rígida del TJCE (Sentencia de 13 Junio de 1958 –Meroni & Co., Industrie Metallurgiche, SpA v Alta Autoridad de la CECA– Case 9-56) ha llevado a que, aun cuando el número de agencias se ha incrementado, las facultades atribuidas a las mismas, además de las competencias conferidas, no sean, desde luego, comparables con las mencionadas en EE.UU. (véase, YATAGANAS, 2001 y GERADIN, 2004)



rencias políticas (de los poderes ejecutivo o legislativo) o de presiones de la industria en cuestión (LARSEN, 2005)¹⁶.

- (ii) La actuación de las agencias u organismos debe quedar en todo caso sujeta a supervisión y control financiero (en España, generalmente, a través del Tribunal de Cuentas), sustantivo en cuanto a sus decisiones y resoluciones (por los tribunales) y de evaluación de los resultados de su actuación –ante organismos encargados de su supervisión (GARDE ROCA, 2007)–.
- (iii) La actuación de las agencias u organismos debe ser transparente y, por lo tanto, sus decisiones quedar sujetas a publicidad.

La eventual creación de agencias u organismos reguladores o supervisores con tales características permitiría la generación de importantes eficiencias ya que facilitaría (i) la reducción de una importante carga para las administraciones públicas mediante una mejor asignación de recursos financieros, humanos, etc.; (ii) la resolución de cuestiones técnicas sin presiones políticas puesto que los encargados de resolverlas serían técnicos profesionales; y (iii) una mayor seguridad jurídica en el tráfico, reduciéndose las asimetrías de información entre las administraciones y las empresas.

La realidad, sin embargo, nos lleva a concluir que ello no siempre ocurre así y que los organismos sectoriales, en ocasiones, representan (a veces de forma justificada) un obstáculo para las operaciones de control corporativo. Esta realidad ha servido para que, en el sector financiero, se haya aprobado la Directiva 2007/44/CE de 5 de septiembre de 2007 por la que se modifica la Directiva 92/49/CEE y las Directivas 2002/83/CE, 2004/39/CE, 2005/39/CE y 2006/48/CE en lo que atañe a las normas procedimentales y los criterios de evaluación aplicables en relación con la evaluación cautelar de las adquisiciones y de los incrementos de participaciones en el sector financiero, en la que se reconoce que la función de las autori-

¹⁶ El Mundo, 3 de septiembre de 2007: «Bruselas prepara una ley europea que obligará a la CNE a ser independiente. (...) La nueva directiva, que enmendará la última sobre energía, de 2003, incluye la exigencia de que el regulador sea «legalmente distinto y funcionalmente independiente de cualquier entidad pública o privada, y que su personal o sus miembros con poder decisorio actúen independientemente de cualquier interés del mercado y ni pidan ni reciban instrucciones de ningún gobierno u otras entidades públicas o privadas». Para conseguir este objetivo las comisiones nacionales deben «tener personalidad jurídica, autonomía presupuestaria, recursos humanos y financieros y una gestión independiente».



dades competentes, tanto en los casos de alcance nacional como internacional, deber ser la de realizar la evaluación cautelar en un contexto de un procedimiento claro y transparente y de un conjunto limitado de criterios de evaluación claros de naturaleza estrictamente cautelar. Otras recomendaciones dignas de mención son, por ejemplo, la aprobación y difusión de planes anuales de los reguladores que incluyan una clara explicación del orden de prioridades de sus objetivos y la explicación de la relación entre sus decisiones y estos objetivos¹⁷.

Además, ante las necesidades de desarrollo internacional de las empresas en sectores regulados de otros países, hay voces que reclaman la creación de agencias europeas (FERRÁN, 2003 y AVGERINOS, 2003) que, de forma paralela a las nacionales y siguiendo el modelo de los organismos de competencia con, añadiríamos nosotros, las correcciones y ajustes comentados en estas páginas, tutelen en cada uno de los mercados no sólo las cuestiones técnicas y sustantivas que afectan a más de un Estado miembro, sino, además, las consecuencias que para los mercados pueden tener las operaciones de control corporativo transnacional. Un modelo a seguir lo podemos encontrar en la aplicación del derecho de la competencia: los órganos comunitarios y nacionales se distribuyen, bajo el principio de subsidiariedad, las funciones de supervisión de las conductas anticompetitivas y de control de concentraciones sobre la base de normas que delimitan (en ocasiones insuficientemente) sus competencias. En definitiva, la posible creación de agencias supranacionales sometidas a los Tratados y principios comunitarios podría resolver ciertos obstáculos al Mercado Interior cuyas eficiencias deberían ser objeto de estudio.

e. Un breve apunte sobre el decisivo papel de los tribunales de justicia

No podemos concluir este análisis sobre el marco jurídico en el que se desarrollan las operaciones de concentración en el ámbito europeo sin hacer referencia, aunque sea brevemente, al papel de los tribunales de justicia.

En efecto, junto a los legisladores y los reguladores, los tribunales de justicia son el tercer elemento relevante a considerar en dicho marco jurídico pues, una vez

¹⁷ Artículos de A. OLCESE publicados en el diario *Expansión* los días 7 y 8 de noviembre de 2007 y titulados *Independencia de los entes reguladores y supervisores*.



que se ha determinado la legislación aplicable y los reguladores competentes (y se ha evaluado su influencia en el diseño y ejecución de la operación), cualquier posible controversia o discrepancia (tanto entre las empresas participantes en la operación como entre éstas y los organismos reguladores encargados de la supervisión de la misma) habrá de resolverse ante los tribunales de justicia (o, en su caso, ante un tribunal arbitral, lo que, sin embargo, es totalmente infrecuente en las controversias frente a los reguladores).

Esta cuestión será especialmente relevante en el control de la actuación de los organismos reguladores de los Estados miembros al decidir sobre las operaciones de concentración en las que resulten competentes, en la medida en que, sujetos al imperio de la ley, deberán adoptar sus decisiones dentro del marco jurídico y con sujeción a la normativa procedimental y material de aplicación. La defensa frente a cualquier eventual desviación, potencial o efectiva, en dicha actividad regulatoria deberá ejercitarse precisamente ante los tribunales de justicia, nacionales o comunitarios.

Por ello, la existencia de un marco legal y regulatorio óptimo no será realmente efectivo si los agentes económicos no pueden confiar en que la aplicación del mismo será supervisada y, en su caso, protegida, por unos tribunales de justicia especializados, competentes y rápidos en la resolución de las controversias, elemento que resulta esencial para el efectivo desarrollo y consolidación de un mercado verdaderamente europeo. La actuación decidida y rápida del TJCE en la aplicación del derecho comunitario y la salvaguarda de libertad de movimiento de capitales será igualmente decisiva.

f. Líneas de actuación dirigidas a evitar los obstáculos jurídicos a las operaciones de fusiones y adquisiciones transnacionales

En nuestra opinión, el progreso en la creación de instrumentos que favorecen las operaciones de fusión y adquisición transnacionales ha sido muy relevante en los últimos años. Se ha avanzado significativamente en la creación de un mercado financiero integrado en el seno de la Unión Europea que se ha dotado de un instrumento eficaz (el procedimiento Lamfalussy) para la agilización de la armonización normativa, se han puesto los primeros peldaños para una imprescindible modernización del derecho de sociedades y se ha desarrollado significativamente la unificación del derecho de la competencia, en la actuación de los órganos regu-



ladores y la uniformidad, fiabilidad y calidad de la información de las empresas. La aprobación de la Directiva de OPAS y de la Directiva de fusiones constituyen, también, hitos relevantes.

Sin embargo, todavía cabe un amplio espacio para la mejora en aspectos como los siguientes:

1. La armonización de la normativa comunitaria debe basarse en los principios de subsidiariedad y proporcionalidad. Debe dejarse a los Estados miembros un espacio para la competencia legislativa como eficaz instrumento alternativo de armonización.
2. La normativa comunitaria debe ser objeto de una profunda revisión que la simplifique y limite a los aspectos esenciales de la regulación. La normalización técnica debe ser objeto de un proceso desarrollado en el seno del Mercado Interior, con ausencia de una intervención directa de la Comisión Europea y de los gobiernos de los Estados miembros, que deben reservar sus esfuerzos y centrarse en la labor de supervisión y control del cumplimiento de la normativa básica y del desarrollo de los instrumentos privados necesarios.
3. Deben armonizarse los instrumentos de protección de los consumidores, de los clientes o usuarios de servicios financieros y de la producción y comercialización de productos, con la finalidad de que las barreras culturales y económicas a las operaciones transnacionales vayan progresivamente limándose y que los operadores puedan encontrar en ellas las economías de escala y la reducción de costes necesarios para hacerlas económicamente eficientes.
4. La normativa comunitaria en materia de liberalización de los sectores estratégicos debe ser objeto de desarrollo adicional. La contribución decisiva del TJCE para la creación de un cuerpo de doctrina que garantice una correcta delimitación de las libertades de circulación de capitales y de establecimiento debe ser apoyada por los restantes poderes públicos. Sin embargo, ello no puede ocultar la realidad subyacente. En efecto, resulta indispensable que la liberalización de los sectores estratégicos vaya acompañada de la privatización de las empresas públicas de forma que no se produzcan distorsiones ni asimetrías entre operadores de distintos Estados por causas ajenas a las fuerzas del mercado y a la participación de accionistas y restantes grupos de interés. En la medida en que el Tratado CE no permita interferir en el sistema de propiedad de cada Estado miembro deberá, al menos, limitarse el ámbito de actuación de estas empresas en otros Estados miembros.



5. El desarrollo de instrumentos que faciliten las fusiones transnacionales y su optimización económica es esencial: la revisión de la sociedad europea, la efectiva transposición de la Directiva de fusiones, la armonización de los sistemas de gobierno empresarial y el establecimiento de un auténtico régimen de neutralidad fiscal de estas operaciones, común a todos los Estados miembro, resultan críticos.
6. La creación de un eficiente mercado de control corporativo es un objetivo irrenunciable. Para ello resultará imprescindible el análisis de los efectos que, sobre el mercado de control corporativo, tenga la Directiva de OPAs y su revisión en caso de que se aprecien deficiencias de armonización que ya fueron advertidas desde la propia Comisión Europea con motivo de su aprobación.
7. La transparencia empresarial debe ser reforzada, así como el establecimiento de instrumentos eficaces para la mejora del gobierno empresarial y la efectiva reducción de los problemas de agencia. El buen gobierno societario es un evidente instrumento de creación de valor.
El avance en la armonización de los instrumentos de protección de los acreedores y accionistas precisa de una profunda revisión en el seno de la Unión Europea.
Asimismo, los poderes públicos deben potenciar el interés de los inversores por las iniciativas de responsabilidad social corporativa de forma que la información sobre su implantación por las empresas sirva para su eficaz promoción.
8. El proceso de creación de un mercado integrado de servicios financieros y del mercado de valores resulta esencial como motor de los movimientos transnacionales. Para ello, es imprescindible eliminar la discriminación fiscal hacia productos financieros extranjeros, la eliminación de la retención sobre los rendimientos de dichos productos, la armonización de la tributación sobre los dividendos, el establecimiento de instrumentos homogéneos para la supervisión bancaria, de criterios precedibles y comparables en la decisión de los distintos reguladores nacionales y la igualación de las normas de protección de los clientes bancarios y de los inversores de los mercados de valores.
9. Mención separada merece el papel que los órganos reguladores nacionales y supranacionales desarrollan en relación con las operaciones transnacionales. En primer lugar, las operaciones de concentración empresarial de una cierta entidad deben someterse al filtro del análisis del derecho de la competencia para confirmar su compatibilidad con el mercado común. El carácter transnacional de las operaciones implica la afectación de varios mercados y, en consecuencia, las cuestiones de fondo en competencia no sólo devienen más



complejas sino que los aspectos formales (entendiendo por tales el cumplimiento de las obligaciones de notificación) se multiplican. Aun cuando la experiencia en materia de competencia, tanto en España como en la Unión Europea, es significativa, existen todavía importantes lagunas que no se hallan cubiertas (por ejemplo, notificaciones multijurisdiccionales) o distorsiones que no han sido tratadas homogéneamente (por ejemplo, la aplicación de la regla de los dos tercios en la determinación de la dimensión comunitaria de una operación) por la normativa de aplicación.

Sería deseable volver a revisar las competencias del regulador europeo en detrimento de los reguladores nacionales, otorgándole la competencia sobre las operaciones con un impacto relevante en diferentes países de la Unión Europea. Para ello, parece necesario la redefinición del concepto de «*dimensión comunitaria*», la aplicación del principio de subsidiariedad en la distribución de competencias entre órganos reguladores y supervisores y la homogeneización de la normativa aplicable.

10. En las operaciones de concentración en mercados regulados habrá que tener en cuenta, igualmente, la implicación de otros reguladores. La aparición de tales organismos tiene una incidencia directa en la decisión y posterior ejecución de las operaciones de control corporativo. La atribución extensa de competencias a tales organismos ha supuesto, en determinadas ocasiones, la toma de decisiones en sentido divergente al de otros reguladores. Aunque ello ha tratado de solucionarse atribuyendo legalmente a las autoridades de competencia la decisión última sobre las operaciones, parece claro que es necesaria una mayor y mejor coordinación entre supervisores de manera que el proceso de revisión de la concentración (desde el punto de vista tanto del derecho de la competencia como de los mercados sectoriales) resulte eficiente y facilite la consecución de las transacciones.

Por otra parte, esas dificultades, que se encuentran ya en el ámbito doméstico, se acrecientan cuando la operación es transnacional y, por lo tanto, son las autoridades supervisoras (de competencia y sectoriales) de varios países o supranacionales las que han de opinar. En tales supuestos, es necesario mejorar la coordinación entre autoridades y el correcto reparto de competencias, lo que se puede conseguir mediante la mejora de los criterios de intervención de unos y otros o mediante la creación de agencias europeas.

El papel de los supervisores sectoriales debe ser temporal y durante el período necesario para la consecución de una competencia efectiva en el sector de que se trate y para la protección del interés público. En ocasiones será admisible que sus decisiones entren en contradicción con las de las autoridades de defensa de



la competencia. Sin embargo, en ese supuesto es esencial que existan normas claras que permitan un control jurisdiccional efectivo de dichas decisiones.

11. La creación de agencias u organismos reguladores o supervisores debe servir como instrumento para, de un lado, controlar el funcionamiento eficiente y competitivo de sectores regulados y, por otro, permitir aprovechar su posición para favorecer las operaciones de control corporativo. Para ello, su ámbito de competencias debería quedar correctamente definido (sin solapamientos ni interferencias con otros organismos reguladores como los de competencia), su independencia debería ser incuestionable, y deberían quedar sujetos a control y supervisión desde el punto de vista financiero y jurídico. Además, las normas procedimentales y los criterios de evaluación aplicados deben ser claros, transparentes, limitados y predecibles por los operadores.
12. Por último, no puede desconocerse el papel relevante de los tribunales de justicia (nacionales y comunitarios) en el marco jurídico en el que se desarrollan las operaciones de concentración en el ámbito europeo. La existencia de un marco legal y regulatorio óptimo no será realmente efectivo si los agentes económicos no pueden confiar en que la aplicación del mismo será supervisada y, en su caso, protegida, por unos tribunales de justicia especializados, competentes y rápidos en la resolución de las controversias, elemento que resulta esencial para el efectivo desarrollo y consolidación de un mercado eficiente.

Bibliografía seleccionada

- Antitrust Enforcement in Regulated Sectors Working Group – Subgroup 2: interrelations between antitrust and regulatory authorities, *Informe para la Conferencia Anual del International Competition Network*, junio de 2004.
- A. LARSEN y otros, Independent regulatory authorities in Europe, en *European Regulation Forum on Electricity Reforms*, 2005.
- A. OLCESE y M. MARTÍN (Directores), Estudios sobre la reforma de los mercados financieros europeos, *Papeles de la Fundación nº 5*, Fundación de Estudios Financieros, 2004.
- A. SCOTT, National Champions and the two thirds rule in EC Merger Control, ESRC Centre for Competition Policy & The Norwich Law School, University of East Anglia, *CCP Working Paper 06-6*.



- C. EGEA, La reforma del marco institucional del mercado de valores europeo, en la obra *El espacio financiero único en la Unión Europea*, Marcial Pons, 2005.
- C. WALKNER y J. P. RAES, «Integration and consolidation in EU banking - an unfinished business» en *European Economic Papers*, n° 226, abril 2005, Dirección General Asuntos Financieros y Económicos, Comisión Europea.
- CINCO DÍAS, Bruselas renuncia a armonizar la fiscalidad por vía judicial, 20 Diciembre 2006.
- COMISIÓN EUROPEA: COMMISSION STAFF WORKING DOCUMENT, SEC(2005)1398: Cross-border consolidation in the EU financial sector; y IPM survey on obstacles to cross-border mergers and acquisitions, abril, 2005, (http://ec.europa.eu/internal_market/finances/cross-sector/index_en.htm).
- COMISIÓN EUROPEA, Estrategia para el Mercado Interior, Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo y al Consejo.
- COMISIÓN EUROPEA: Mercado Interior: la Comisión presenta un plan de diez puntos para hacer que Europa sea más próspera. (IP/03/645, 7 mayo 2005).
- COMISIÓN EUROPEA: Plan de acción «Simplificar y mejorar el marco regulador», Comunicación de la Comisión (COM (2002) 278 final, 5 de junio de 2002).
- COMISIÓN EUROPEA: Aplicación del programa comunitario sobre la estrategia de Lisboa: Una estrategia para la simplificación del marco regulador (Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo, al Comité Económico y Social Europeo y al Comité de las Regiones, COM (2005) 535 final, 25 octubre 2005).
- COMPETENCIA Y REGULACIÓN: Federación Bancaria Europea denuncia privilegios de cajas de ahorros en el mercado financiero español, 17 enero 2005, disponible en: www.competenciayregulacion.cl/news.php?edicion=3&news=200).
- CONSEJO DE ASUNTOS ECONÓMICOS Y FINANCIEROS (ECOFIN), Results of Informal Meeting of Economics and Finance Ministers, The Hague, 10-11th September 2004 – Banking and Company Taxation, referencia: MEMO/04/214, de 13 de septiembre de 2004.



Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo.

D. GERADIN, The development of European agencies: What the EU should learn from American experience, en *Columbia Journal of European Law*, 11, 2004.

DIRECCIÓN GENERAL DE POLÍTICA DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA, Las fusiones y adquisiciones como fórmula de crecimiento empresarial, marzo de 2007.

E. NAVARRO, *Merger Control in the EU*, Oxford University Press, 2002.

E. FERRAN, Do financial supermarkets need super regulators examining the United Kingdom's experience in adopting the single financial regulator model, *28 Brooklyn Journal of International Law* 257, 271 (2003).

EUROPEAN BANKING FEDERATION: Review of the Lamfalussy Process: a success to be further improved, 3 diciembre 2007.

EUROPEAN BANKING FEDERATION: Integration is key to the achievement of a European Single Market in Financial Services, 6 diciembre 2007.

EUROPEAN BANKING FEDERATION: CEBS consultation of Financial Reporting, 8 junio 2007.

EUROPEAN BANKING FEDERATION: Final FBE response to the Commission survey on obstacles to Mergers & acquisitions in the EU Banking, 24 junio 2005.

EUROPEAN MERGER CONTROL –Council Regulation 139/2004– Statistics 21 September 1990 to 31 July 2007 (<http://ec.europa.eu/comm/competition/mergers/statistics.pdf>).

G. ARIÑO ORTIZ, Fallos y logros de los sistemas regulatorios, en AA.VV. «Regulación, desregulación, liberalización y competencia», Círculo de Empresarios, Barcelona, 2006.

Hart-Scott-Rodino 29, Annual Report, 2006.

INTERNATIONAL COMPETITION NETWORK, Guidelines/Best and Recommended Practices (Subgroup 1: Merger Notification and Procedures Implementation Handbook)– Implementation Handbook 2006.



ISS EUROPE, SHERMAN & STERLING LLP y ECGI, Proportionality between Ownership and Control in EU Listed Companies, mayo de 2007, (http://ec.europa.eu/internal_market/company/shareholders/indexb_en.htm).

J. A. GARDE ROCA, La creación de la Agencia de Evaluación en España, *Boletín ICE* n° 836, mayo-junio 2007.

J. M. GARRIDO, El Informe Winter y el gobierno societario en la Unión Europea, *Revista de Derecho de Sociedades*, 2003-1, n° 20.

K. J. HOPT, Comparative Company Law, <http://ssrn.com/abstract=980981>, ECGI working paper series in law, diciembre 2006.

Ley tipo: las relaciones entre los organismos de defensa de la competencia y los órganos reguladores incluidos los reguladores sectoriales (TD/BCOM.2/CLP/23) 18-junio-2001.

Ley 17/2007, de 4 de Julio sobre la reforma y adaptación de la legislación mercantil en materia contable para su armonización internacional con base en normativa de la Unión Europea.

M. BENNEDSEN y K. NIELSEN, The impact of a break-through rule in European firms, 4 de septiembre de 2002, Center for Economic and Business Discussion Paper; disponible en: <http://ssrn.com/abstract=328020>.

M. M. BUSTILLO SAIZ, Notas sobre la privatización de empresas que realizan actividades de interés público y sobre la doctrina de la acción de oro, primera parte en la *Revista de Derecho Mercantil* n° 259, 2006, pp. 7-94 y segunda parte en *Revista de Derecho Mercantil* n° 260, 2006, pp. 457-510.

M. CARBAJALES, La regulación del mercado financiero. Hacia la autorregulación del Mercado de Valores, Marcial Pons, Biblioteca Fundación Estudios Financieros, Barcelona, 2006.

M. CARBAJALES, El Estado regulador, Ed. Abaco, Barcelona 2006.

Memoria del Servicio de Defensa de la Competencia y del Tribunal de Defensa de la Competencia, 2006.



- Naciones Unidas (UNCTAD), World Investment Report 2000- Cross-Border Mergers and Acquisitions and Developments.
- N. PETIT, «The proliferation of national regulatory authorities alongside competition authorities: A source of jurisdictional confusion», College of Europe, Brugge, Working Paper 02/2004.
- P. MÜLBERT, Make it or break it: the break-through rule as a break-through for the European Takeover Directive?, agosto de 2003, ECGI –Law Working Paper nº 13/2003, disponible en: <http://ssrn.com/abstract=441120>.
- PARLAMENTO EUROPEO: Resolución del Parlamento europeo sobre la aplicación, las consecuencias y las repercusiones de la legislación en vigor sobre el Mercado Interior (2004/2224(INI)).
- PARLAMENTO EUROPEO: Report on the strategy for the simplification of the regulatory environment (2007/2096(INI), FINAL A6-0271/2007).
- PUEBLO EN LÍNEA, Dirigentes de la UE alcanzan histórico Tratado de Reforma, 19 octubre 2007, disponible en: <http://spanish.peopledaily.com.cn/31618/6286681.html>.
- R. ROMANO, The Genius of American Corporate Law, Washington, 1993.
- X. VIVES, Regulación, Competencia y Fusiones en Europa, IESE, Noviembre 2007.
- X. YATAGANAS, Delegation of regulatory authority in the European Union. The relevance of the American model of independent agencies, en Jean Monnet Working Paper 3/2001.
- Y. AVGERINOS, EU financial market supervision revisited: the European securities regulator, Jean Monnet Working Paper 7/03.