

La europeización del Derecho Privado y el Derecho de OPAs español

Francisco J. Garcimartín Alférez

Catedrático de Derecho Internacional Privado.
Universidad Castilla-La Mancha

SUMARIO

- I. INTRODUCCIÓN. EL DERECHO COMUNITARIO COMO HORIZONTE DE COMPENSIÓN DEL DERECHO NACIONAL
 - II. LA DIRECTIVA COMUNITARIA—1. *La fórmula «diversidad material + armonización mínima + Dirpr uniforme»*—2. *«Diversidad material + armonización mínima»*—3. *Normas de Derecho internacional privado uniformes*—3.1. Consideraciones generales—3.2. Régimen de la Directiva—3.3. Concepto de domicilio social—3.4. Regla de retorsión—3.5. Lex contractus
 - III. DERECHO INTERNACIONAL PRIVADO Y DIRECTIVA COMUNITARIA: EL RÉGIMEN CONFLICTUAL NACIONAL DEL DERECHO DE OPAS—1. *Ámbito de aplicación de la Directiva: la conexión comunitaria*—2. *Laguna del Derecho nacional y efecto reflejo de la Directiva*
 - IV. DERECHO MATERIAL Y DIRECTIVA COMUNITARIA: LOS PACTOS PARASOCIALES DE CONTROL Y LA DT 3ª DE LA LEY 26/2003—1. *Introducción: las reformas del mercado de valores*—2. *La D.T. 3ª de la Ley de Transparencia: estructura externa (literalidad) e interna (finalidad)*—3. *Dificultades interpretativas: el «bucle hermenéutico»*—4. *Hacia el pasado: in claris non fit interpretatio*—5. *Hacia el futuro: opción de reconstrucción racional*
 - V. CONSIDERACIONES FINALES
-

I. INTRODUCCIÓN. EL DERECHO COMUNITARIO COMO HORIZONTE DE COMPRENSIÓN DEL DERECHO NACIONAL

1. El legislador se expresa en un lenguaje no formalizado. Un lenguaje que, por esa naturaleza, presenta ambigüedades, lagunas o incluso contradicciones. Por ello, la mayoría de los problemas con los que nos enfrentamos los juristas son problemas de interpretación. De lo que se trata es de desentrañar el significado práctico de los textos normativos.

2. La solución de estos problemas depende de los materiales de que disponemos en el cajón hermenéutico. A este respecto, el legislador español es generoso (art. 1.6 CC). Los cánones pueden jerarquizarse o hacerse contingentes, pero el punto de partida es la no discriminación argumental. Las instrucciones del legislador son lo suficientemente amplias como para aceptar que, *en principio*, en el cajón hermenéutico cabe todo argumento racional. Desde el punto de vista de la racionalidad discursiva, el quehacer de los juristas se ha de insertar en una «situación ideal de diálogo», donde todos los participantes potenciales pueden aducir razones y argumentos. Esto encaja muy bien en un modelo de legitimidad argumentativa, que es la esencia del Derecho privado contemporáneo.

3. El propósito de este trabajo es llamar la atención sobre la utilidad que puede tener un elemento habitualmente poco manejado: las directivas comunitarias y, en concreto, la utilización *anticipada* de este recurso como guía hermenéutica¹. Las Directivas, antes de su entrada en vigor, no obligan directamente a los Estados miembros. Sin embargo, establecen los parámetros del Derecho vigente en el futuro. Nos suministran la «hoja de ruta». Los legisladores nacionales pueden anticipar ese régimen y, *siempre que estemos dentro de lo que permite el método jurídico*, esta anticipación también puede ser utilizada por el intérprete. Las ambigüedades o lagunas que presenta el Derecho nacional se pueden resolver acudiendo al Derecho comunitario, como otro elemento hermenéutico más, incluso cuando todavía no es Derecho vigente. Ese régimen futuro necesariamente forma parte del «horizonte de comprensión» con el que nos aproximamos al régimen actual.

¹ Una vez que una Directiva entra en vigor opera el principio de «interpretación conforme con la Directiva», que obliga a los jueces nacionales a alinear la interpretación del Derecho nacional al contenido de la Directiva, incluso si ésta no ha sido transpuesta. El mandato de «interpretación conforme» afecta a todo el ordenamiento y no sólo a las normas de transposición, independientemente de si las normas afectadas son anteriores o posteriores a la Directiva (STJCE C-106/89, *Marleasing*). Tiene como límite el marco posible de interpretación del Derecho nacional (STJCE C-91/92, *Faccini Dori*); si no es posible lograr la conformidad por vía interpretativa, se genera responsabilidad del Estado por incumplimiento.

4. La utilización de este recurso se justifica por dos argumentos: uno intrínseco y otro extrínseco. En primer lugar, la solución comunitaria, aunque todavía no se halle en vigor, expresa el consenso europeo en un determinado aspecto o problema jurídico. Su contenido es fruto de una discusión en la que participan una pluralidad de Estados. Por ello, a la futura regulación se le presupone cierta bondad o racionalidad intrínseca. En segundo lugar, la utilización anticipada de la normativa comunitaria como recurso hermenéutico reduce los «costes de transición normativa». La introducción de un nuevo régimen legal conlleva una serie de costes: costes de información, de ajuste, de incertidumbre, etcétera². El sistema dispone de diferentes técnicas para mitigar dichos costes y, por consiguiente, para asegurar un aterrizaje suave, sin fricciones ni sobresaltos, en la nueva normativa. Una de ellas puede ser la utilización del régimen futuro como referente hermenéutico, dentro de los diferentes recursos disponibles. Los confines ya los hemos puesto: siempre dentro de lo que permite el método jurídico³.

5. Las posibilidades de aplicación de esta idea son muchas. El *ejemplo* que vamos a utilizar aquí es el de las ofertas públicas de adquisición de acciones (opas). En primer lugar, describiremos el contenido de la Directiva de opas. En el apartado III utilizaremos ese texto como guía hermenéutica para colmar una laguna en nuestras *normas de Derecho internacional privado*. En el apartado IV, demostraremos esa utilidad hermenéutica en *el ámbito del Derecho material*.

II. LA DIRECTIVA COMUNITARIA

1. La fórmula «diversidad material + armonización mínima + Dipro uniforme»

6. Durante mucho tiempo las opas han sido operaciones nacionales, sin conexión con otros ordenamientos. La creación del mercado único europeo ha incrementado el número de opas transfronterizas y es previsible que la tendencia siga en el futuro⁴. Esto explica la preocupación del legislador comunitario por ese tipo de operaciones societarias.

² Vid. VAN ALSTINE, «The Costs of Legal Change», *UCLA L. Rev.*, 2002, pp. 789 y ss. (poniendo de relieve la importancia de los «costes de transición normativa» y analizando las opciones de distribución y reducción).

³ La metodología jurídica continental admite la aplicación anticipada de normas como modo de colmar lagunas; así KARRER, *Juristische Methodenlehre*, Basel 1998, pp. 159 y ss. En España, GÓMEZ LLORENTE apunta en esta misma dirección y resalta la importancia para la interpretación de una comprensión *diacrónica* y no estática del ordenamiento jurídico, en el Prólogo a la obra de L. M. DÍEZ-PICAZO, *La Derogación de las Leyes*, Madrid 1990, p. 22.

⁴ Vid. destacando la importancia simbólica en Europa de la opa sobre la *Société Générale de Belgique* por parte de Carlo de Benedetti, LAMBRECHT, «The 13th Directive on Takeover Bids Formation and Principles», en FERRARINI/HOPT/WYMEERSCH, *Capital Markets in the Age of Euro*, 2002, pp. 441 y ss., pg. 442; BOLAERT/BONUCCI, «An Italian Ride on an Old Belgian Lady», *IFLR*, 1988, pg. 21.

7. Para entender el contenido de la Directiva 2004/25/CE, de 21 de abril de 2004, relativa a las ofertas públicas de adquisición (*DOUE* 30 de abril de 2004), puede resultar útil colocarla en el contexto comunitario. El Derecho comunitario se ha ido configurando a partir de la conjugación de dos principios. El *principio de integración negativa*, cuyo objeto es levantar las barreras a la libre circulación de bienes, servicios, capitales o personas en Europa, y el *principio de integración positiva*, cuyo objeto es suministrar un marco normativo adecuado a un mercado integrado. Con ambos principios se pretende conseguir que los factores de producción puedan «votar con los pies», esto es, sean libres para ir allí donde más eficientes resulten. Pero su mecánica es diferente. El primero simplemente expulsa de los Derechos nacionales ciertas normas o regulaciones que constituyan un obstáculo a esas libertades. Este principio opera típicamente sobre normas de Derecho público, por ejemplo, normas sobre controles de cambio, importaciones o requisitos técnicos, y nos dice los «noes», esto es, qué normas deben salir del ordenamiento nacional. Por eso se denomina «integración negativa». El segundo opera de manera activa. Con él se persigue que la diversidad de legislaciones nacionales en Europa no distorsione el buen funcionamiento del mercado. Este principio exige una actuación legislativa de las instituciones comunitarias, una actuación que sustituya o complemente las legislaciones nacionales. Este principio incide típicamente sobre las normas de Derecho privado, por ejemplo, Derecho de sociedades o Derecho de los contratos.

8. Dentro de este principio de integración positiva, el Derecho comunitario vigente responde a un *modelo de equilibrio entre uniformidad y diversidad*. Es cierto que la fórmula anhelada durante mucho tiempo ha sido la de *uniformidad normativa*. Se consideraba que como mejor funcionaría un mercado integrado sería estableciendo el mismo Derecho material para todos los Estados miembros y para todos los participantes. La uniformidad normativa reduciría los costes de las operaciones transfronterizas (por ejemplo, *ceteris paribus* atenuaría los costes de información y de adaptación al Derecho extranjero), evitaría soluciones ineficientes y comportamientos oportunistas de los Estados (*race to the bottom*). Igual que el euro sustituye a las monedas nacionales, debería alcanzarse un Derecho comunitario que sustituyese a los Derechos privados internos.

No es éste, sin embargo, el sendero que ha seguido el Derecho comunitario vigente. En unos casos se aduce un argumento pesimista, las dificultades políticas para alcanzar ese objetivo: El objetivo de uniformidad material en Europa es absolutamente deseable pero el egoísmo de los Estados miembros hace que no estén dispuestos a llegar hasta él⁵. En otros casos se aduce

⁵ La decisión sobre el contenido del Derecho material uniforme no se toma sólo en función de elementos endógenos a la regla (su mayor o menor bondad), sino también en función de datos exógenos. Entre ellos, cómo se reparte el coste de cambio normativo (*vid. VAN ALSTEIN, cit., pasim*). El contenido de esa regla puede suponer un cambio significativo para el Derecho de unos Estados miembros, y un cambio mínimo para el Derecho de otros. En esta medida, el contenido de la regla determina indirectamente qué Estados miembros van a soportar los costes de transición normativa. Naturalmente, un Estado

un argumento optimista, las bondades asociadas a la «competencia entre ordenamientos jurídicos»⁶: la diversidad permite que cada Estado opte por las soluciones normativas que mejor se adaptan a sus circunstancias sociales y económicas y, a su vez, ofrece un menú a los operadores donde éstos pueden escoger la solución que más satisface sus necesidades transaccionales.

9. La tensión entre ambos tipos de argumentos explica ese modelo de *equilibrio* entre diversidad y uniformidad que impera hoy en el Derecho comunitario. Como vamos a demostrar a continuación, para que este modelo funcione ha de completarse con una tercera pieza: un régimen de Derecho internacional privado común. Por eso, el contenido del Derecho (privado) comunitario puede resumirse en una fórmula tripartita: «*diversidad material + armonización mínima + Derecho internacional privado uniforme*».

10. Para encontrar el *fundamento normativo* de esta fórmula debemos recordar que la distribución de competencias en Europa tiene dos coordenadas: una vertical y otra horizontal. La primera determina la distribución de competencias entre los Estados miembros y la Comunidad. La segunda determina la distribución de competencias de los Estados miembros entre sí.

11. La distribución *vertical* se basa en los principios de proporcionalidad y subsidiariedad (*art. 5 Tratado CE*). Por ello, salvo en los ámbitos de competencia exclusiva, toda decisión del legislador comunitario llamada a establecer soluciones uniformes exige responder a dos preguntas: una relativa a la necesidad de armonizar el Derecho y otra relativa al grado de armonización del Derecho. El legislador comunitario siempre ha de justificar por qué es necesario uniformar un sector del Derecho y por qué ha de lograrse un determinado grado de uniformidad. El grado de uniformidad o armonización debe alcanzar sólo hasta donde sea necesario para el buen funcionamiento del mercado interior (=«armonización mínima»). Una de las razones que puede justificar esta intervención del legislador comunitario es la existencia de un riesgo de competencia «hacia la baja», esto es, que los Estados, con la intención de atraerse a los operadores, ofrezcan las condiciones más laxas o perjudiciales para quienes no participan en esa elección aunque resulten afectados por ella. El propósito de ese mínimo denominador común normativo es asegurar que la competencia entre ordenamientos no distorsiona el mercado integrado, por ejemplo, allí donde la competencia entre ordenamientos pueda conducir a estándares ineficientes (*race to*

miembro, entre soportarlos él y que los soporte otro, siempre preferirá que los soporte otro. Esto puede hacer muy difícil el acuerdo.

⁶ La literatura sobre este extremo es inabarcable. Para un buen resumen del *statu quo questionis*, desde una perspectiva europea, pueden consultarse los trabajos publicados por OTT/SCHÄFER (ed.), *Vereinheitlichung und Diversität des Zivilrechts in transnationalen Wirtschaftsräumen*, 2002; y parcialmente, FUCHS/MUIR WATT/PATAUT, *Les conflicts de lois et le système juridique communautaire*, 2003; en concreto, respecto de la Directiva de opas, HERTIG/MCCAHERY, «Company and Takeover Law Reforms in Europe: Misguided Harmonization Efforts or Regulatory Competition?», *EBOLRev*, 2003, pp. 179 y ss.

the bottom)⁷. Otra razón es la falta de reciprocidad: se produce una distorsión en el mercado cuando, por ejemplo, para los operadores de un Estado es más fácil participar en el mercado de otro Estado que para los de éste participar en el mercado de aquél. En este caso, la armonización normativa ofrece un «*level playing field*».

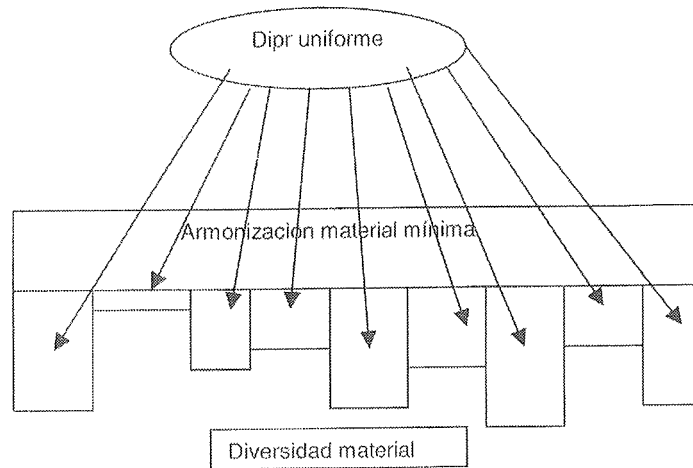
12. En la distribución *horizontal* de competencias, el Derecho internacional privado ocupa un papel fundamental (*vid. art. 65 Tratado CE*). El Derecho internacional privado directamente designa el Estado cuyas autoridades van a ser competentes para resolver una cuestión o disputa jurídica y la Ley aplicable. Pero, indirectamente, acaba distribuyendo competencias normativas en este nivel horizontal. El disponer de reglas uniformes de Derecho internacional privado se justifica por varios motivos. Por un lado, un Derecho internacional privado uniforme previene las distorsiones asociadas al *forum shopping*: aunque cada Estado conserve su Derecho, los operadores han de saber con certeza qué Derecho nacional rige su relación y éste ha de ser el mismo con independencia de que se litigue en un Estado miembro o en otro. Y, por otro lado, el Derecho internacional privado funciona como «Derecho de la competencia entre ordenamientos jurídicos»⁸. Y las reglas que fijan la competencia siempre han de ser comunes para todos los participantes⁹. Un Derecho internacional privado uniforme contribuye a asegurar que los operadores jurídicos puedan acudir a aquel Derecho nacional que mejor se ajusta a sus necesidades transaccionales y, por lo tanto, que los Estado compitan en «precio» y «calidad jurídica».

La imagen que resulta de conjugar la distribución vertical y la horizontal es tripartita. El punto de partida es que cada Estado conserva su propio Derecho (=«*diversidad material*»). No obstante, hay aspectos o sectores donde el legislador comunitario establece un Derecho material uniforme (= «*armonización mínima*»). Por último, el sistema se cierra con unas reglas comunes de Derecho internacional privado (= «*Dipr uniforme*») que designan, dentro de esa diversidad, cuál es la ley nacional aplicable. La fórmula, en suma: «Diversidad material + armonización mínima + Dipr uniforme».

⁷ El hecho de que el legislador comunitario puede intervenir cuando los Estados compiten «hacia la baja» puede actuar como mecanismo de autocontención para los Estados. La amenaza guarda el mercado: el temor a una legislación supraestatal puede incentivar a los Estados a evitar la adopción de soluciones extremas, *vid.*, desarrollando esta idea en el ámbito societario, ROE, «Delaware's Competition», *Harv. L. Rev.*, 2003, pp. 610 y ss. («Delaware's chief competitive pressure comes not from other states but from the federal government»).

⁸ Para un desarrollo de esta idea, con más referencias, GARCIMARTÍN, «La racionalidad económica del Derecho internacional privado», *Cursos de Derecho internacional privado y relaciones internacionales de Vitoria-Gasteiz*, 2001, pp. 87 y ss., pp. 107-126.

⁹ Podría argumentarse que esa uniformidad se puede lograr espontáneamente y que la actuación centralizada siempre tiene sus propios fallos. No obstante, en Derecho internacional privado la experiencia suele demostrar que, en términos comparativos, las soluciones uniformes son relativamente poco costosas de diseñar.



13. Este esquema nos facilita mucho el estudio de la Directiva de opas. La Directiva respeta la diversidad material. Hay muchos aspectos materiales del régimen de las opas que deja a los Derechos nacionales, bien sea porque hay cuestiones que no regula, bien sea porque hay cuestiones que, pese a que sí las regula, al ser una Directiva de mínimos, permite que se concreten de manera distinta a la hora de su transposición (=diversidad material). Hay, en segundo lugar, ciertos aspectos para los que sí establece normas uniformes, comunes para todos los Estados miembros y, por lo tanto, donde «todos juegan con las mismas reglas» (=armonización mínima). Y, en tercer lugar, establece unas normas de Derecho internacional privado uniformes. Así se logra que, pese a la diversidad material, las partes tengan certidumbre sobre cuál va a ser la ley aplicable.

A continuación vamos a desarrollar este esquema, prestando especial atención a las reglas de Derecho internacional privado que contiene la Directiva.

2. «Diversidad material + armonización mínima»

14. En el ámbito de las opas, el legislador comunitario parte de regímenes normativos diversos y de estructuras de capital muy distintas¹⁰. Por un lado, el legislador comunitario se encuentra en un escenario donde cada Estado miembro tiene ya su régimen de opas. Las diferencias alcanzan aspectos tan fundamentales como el carácter obligatorio o voluntario de la opa, el concepto de «control de una sociedad cotizada», la naturaleza de la autoridad

¹⁰ Vid., *Report of the High Level Group of Company Law Experts on Issues Related to Takeover Bids*, pp. 23-24, puede consultarse en www.europa.eu.int; a título introductorio, WYMEERSCH, «La oferta pública de adquisición obligatoria. Una opinión crítica», en AA.VV. *La lucha por el control de las sociedades cotizadas*, pp. 47 y ss.; ALONSO UREBA/PALÁ LAGUNA, «La posición común de la Unión Europea en materia de opas», *Libro homenaje al Prof. Sánchez Calero*, pp. 2471 y ss.

supervisora o la permisibilidad de medidas defensivas (anti-opa). Las diferencias se manifiestan también en sectores muy próximos, como el Derecho de sociedades y en particular el Derecho grupos¹¹.

Por otro lado, el legislador comunitario se encuentra ante estructuras de capital heterogéneas. En unos Estados miembros, el tipo de frecuencia es el de propiedad concentrada, mientras que en otros Estados miembros es el de propiedad dispersa. Esto repercute sobre las soluciones normativas. Para verlo con claridad hay que tener en cuenta que en el mercado de control, los «problemas de agencia» se manifiestan en una doble dimensión: entre los accionistas como clase *vis à vis* los administradores y entre los accionistas minoritarios *vis à vis* los mayoritarios. La relevancia de cada dimensión varía en función de la estructura de propiedad. En los Estados con estructura de propiedad concentrada, los primeros tienen menos relevancia, pues los accionistas de control se encargan, sin costes excesivos, de vigilar de cerca a los administradores¹². Los segundos, en cambio, sí que tienen importancia, pues los accionistas de control pueden utilizar su posición de dominio para extraer oportunistamente beneficios a costa de los minoritarios. En los Estados con estructura de propiedad dispersa, en cambio, sucede al revés: los problemas de agencia entre accionistas, como clase, y administradores tienen mucha más relevancia que los problemas de agencia entre accionistas minoritarios y mayoritarios.

15. El legislador comunitario, en este contexto, justifica principalmente su intervención a partir de un argumento: el de buscar que los inversores europeos jueguen en un campo nivelado (=«*level playing field*»)¹³. La diversidad normativa puede dificultar el buen funcionamiento del mercado de control y provocar distorsiones. Así, por ejemplo, las sociedades con propiedad dis-

¹¹ En bastantes casos, son mecanismos sustitutivos: la tutela de los accionistas se puede articular a través del régimen de opas, pero también a través del Derecho de sociedades (por ejemplo, un régimen eficaz sobre los *fiduciary duties* del órgano de administración puede sustituir bastantes de las reglas del régimen de opas). Muy elocuente, PAZ-ARÉS: «... si nuestro derecho de sociedades dispusiera de un sistema verdaderamente articulado y desarrollado de los deberes de lealtad de los administradores y accionistas significativos y nuestro aparato judicial fuera lo suficientemente experto y sofisticado en cuestiones financieras, el legislador de opas podría tomarse unas largas vacaciones», *Diario Expansión*, 16.10.2002, pg. 55; *vid.* también HERTIG/MCCAHERY, *cit.*, pgs. 192-193. El hecho de que el Derecho de sociedades y, en particular, el Derecho de grupos siga en buena medida en manos de los Estados miembros dificulta aún más la uniformidad normativa en el ámbito de las opas.

¹² BEBCHUCK/ZINGALES, «Corporate Ownership Structures: Private versus Social Optimality», en www.ssrn.com, *passim*; J. C. COATES IV, «Ownership, Takeovers and EU Law: How Contestable Should EU Corporations Be?», *Riv. Delle società*, 2003, pgs. 1177 y ss., pg. 1204; HERTIG/MCCAHERY, *cit.*, pg. 196.

¹³ No nos vamos a detener aquí en la génesis, larga y tortuosa, de la Directiva. A título introductorio puede verse, LAMBRECHT, *cit.*, pgs. 442-444; para un sucinto resumen, WIENER, «Die neue Übernahmerrichtlinie und die Folgen», *ZIP*, 2004, pgs. 343 y ss., pgs. 343-344; MAUL/MUFFAT-JEANDET, «Die EU-Übernahmerrichtlinie- Inhalt und Umsetzung in nationalen Rect.», *AG*, 2004, pgs. 221 y ss.

persa son más fáciles de adquirir que las sociedades con propiedad concentrada, de tal modo que, por ejemplo, una sociedad alemana tendría (*ceteris paribus*) más facilidades para adquirir mediante una opa hostil una sociedad inglesa que al revés¹⁴. Esta desigualdad se ha puesto de manifiesto también y con bastante insistencia en el ámbito de las medidas defensivas: si un Estado miembro permite esas medidas y otro no, las sociedades del primero tendrán muchas facilidades para adquirir sociedades del segundo, mientras que las del segundo no podrán adquirir las del primero¹⁵. *Inter partes*, no hay reciprocidad. Pero incluso desde el punto de vista de un tercero, *ceteris paribus* será más fácil adquirir sociedades del primero que del segundo, lo cual puede distorsionar las decisiones de inversión y, por consiguiente, el mercado de capitales europeo. El propósito de la Directiva es evitar esto, *i.e.* las distorsiones en el mercado de reestructuración de las sociedades a causa de diferencias arbitrarias de gobierno y de gestión (cdo. 3). La forma de evitarlo es nivelando el terreno de juego¹⁶, de tal modo que los inversores en empresas europeas jueguen con las mismas reglas en el «mercado de control».

No obstante, al margen de las dificultades políticas para establecer un régimen uniforme, también resulta claro hoy en día que en este ámbito, como en otros, «*one size does not fit all*». Como ya hemos dicho, los modelos de propiedad corporativa en Europa son muy diferentes y no vale para todos el mismo régimen sobre cambio de control societario, ni siquiera para todos los sectores industriales dentro de un mismo Estado miembro¹⁷.

16. Esto explica la tensión entre uniformidad y diversidad que late en la norma comunitaria. La Directiva «define orientaciones mínimas en materia de ofertas públicas de adquisición y garantiza un grado de protección suficiente a los titulares de valores en toda la Comunidad» (cdo. 25)¹⁸. La Directiva establece unas reglas comunes, pero al mismo tiempo deja un amplio espacio a los Estados miembros para adoptar normas detalladas en función de sus políticas nacionales. Cuestiones como el nivel de votos que conceden el control, las excepciones al plazo de aceptación, la caducidad de la oferta, la posibilidad de ofertas competidoras, la irrevocabilidad de la oferta o las condiciones permitidas, por ejemplo, quedan al Derecho de cada Estado. En otros aspectos armonizados, como por ejemplo la concreción del con-

¹⁴ Vid. HERTIG/MCCAHERY, *cit.*, pg. 203. El estudio citado en GARCÍA DE ENTERRÍA, *La opa obligatoria*, 1996, *cit.*, pg. 290, nota 364. No sólo la actividad es menor, sino que los *premiums* son mayores, HANNES, «The Hidden Virtues of Antitakeover Defensas», *Yale L.J.*, 2002, pg. 59, nota 167 (argumentando también que la evolución de un mercado de propiedad concentrada a uno de propiedad dispersa es muy difícil sin una intervención externa).

¹⁵ HOPT, «La Reglamentación europea sobre ofertas públicas de adquisición», en AA.VV., *La luchas por el control de las sociedades cotizadas*, pgs. 19 y ss., pg. 27.

¹⁶ Vid. *Report*, *cit.*, pg. 18.

¹⁷ FERRELL, «Why Continental European Takeover Law Matters», en www.ssm.com

¹⁸ Vid. Exposición de Motivos de la Comisión, COM (2002) 534 final, *DOUE*, 25.2.2003, pgs. 1 y ss., pg. 2.

cepto «precio equitativo», los métodos de publicidad de la oferta o la posibilidad de permitir medidas de defensa, la Directiva deja también bastante libertad a los Estados miembros para concretar o excepcionar las normas comunes. No obstante, la Directiva pese a dejar libertad a los Estados, establece una serie de principios general que deben informar su actuación. En particular, los principios de igualdad y de tutela de los minoritarios, de información y de neutralidad (art. 3). Esto significa que allí donde no hay reglas comunes en Europa, sí hay al menos principios comunes.

17. Si nos acercamos más a la Directiva, vemos que su contenido material se puede resumir en las siguientes ideas:

(a) La Directiva considera que la obligación de presentar una opa a todos los titulares de los valores es la mejor forma de proteger a los accionistas minoritarios en los supuestos de cambio de control (cdo. 9). Por eso se aplica tanto a las opas voluntarias como a las obligatorias e impone, en todo caso, un régimen de OPA *a posteriori*, obligatoria y total (voluntaria *a priori*)¹⁹. La Directiva no define el porcentaje de voto a partir del cual se considera adquirido el control. Esta cuestión queda al Derecho del Estado de la sociedad opada (donde la sociedad tiene su domicilio social, art. 5.3). El precio ha de ser equitativo, concretado a partir de ciertos criterios comunes (art. 5.4). El oferente puede proponer como contraprestación valores, efectivo o una combinación de ambas cosas. No obstante, cuando la contraprestación no consista en valores líquidos admitidos a negociación en un mercado regulado, deberá acompañarse de una opción en efectivo²⁰.

(b) En la medida en que no hay una autoridad comunitaria, las autoridades nacionales juegan un papel fundamental en este tipo de operaciones. Por eso la Directiva impone a los Estados miembros el deber de designar una autoridad supervisora (art. 4.1). La Directiva establece también un régimen de cooperación e información recíproca entre autoridades supervisoras (art. 4.4). La actuación de las autoridades supervisoras es esencial pues no sólo vigilan el cumplimiento de las reglas, sino que pueden autorizar excepciones o fijar supuestos de inaplicación (art. 5.5). Para evitar la arbitrariedad y la bifurcación de criterios, la Directiva establece, como hemos señalado, una serie de principios generales comunes que deben regir esa actuación (art. 3).

(c) La Directiva se ocupa también de las reglas procedimentales aplicable durante la opa. En especial, las relativas a la publicidad de la oferta y al folleto (arts. 6 y 8) y al plazo de aceptación (art. 7). La Directiva exige que se haga pública inmediatamente la decisión y que se informe de ello a las autoridades supervisoras. Los Estados miembros podrán exigir que se informe a las autoridades supervisoras *antes* de hacer pública tal decisión. Ade-

¹⁹ Vid., para una visión crítica, WYMERSCH, cit. passim.

²⁰ La contraprestación de valores que no cotizan en mercados regulados europeos puede plantear ciertas dificultades. Analizando esta situación, vid. BOUCHON/VON BREITENBUCH, «Ausländische Aktien als Gegenleistung nach dem WpÜG», ZIP, 2004, pgs. 58 y ss.

más, en cuanto se haya hecho pública la oferta, el órgano de administración de la sociedad afectada deberá informar a los representantes de sus trabajadores o, en su defecto, directamente al propio personal. El oferente deberá elaborar y publicar un folleto informativo que contenga la información necesaria para que los titulares de valores de la sociedad afectada puedan tomar una decisión con pleno conocimiento de causa (art. 6.2). La Directiva impone un contenido mínimo (art. 6.3). A partir de él rige el principio de reconocimiento mutuo. Los Estados son libres para exigir que el folleto esté sujeto a autorización previa. Pero, una vez autorizado, se beneficia del pasaporte comunitario. Se reconocerá en los demás Estados en cuyos mercados cotice la sociedad afectada, sin perjuicio de su eventual traducción y de la exigencia de información complementaria referida a los trámites que deben cumplirse para aceptar la oferta, para recibir la contraprestación, así como sobre el régimen fiscal (art. 6.2 II). El plazo de aceptación ha de fijarse entre dos y diez semanas. No obstante, los Estados miembros pueden reconocer a la autoridad supervisora la facultad de alargar ese plazo a fin de que la sociedad afectada pueda convocar una junta general (vía apropiada, según la Directiva, para blindarse ante una opa hostil, *infra*).

(d) En la concepción del legislador comunitario, la uniformidad en el sector de las medidas de defensa antiopa es esencial para ofrecer una «reglas de juego comunes» en el mercado europeo de control. A estos efectos, la Directiva combina dos mecanismos: por un lado, reglas de decisión, cuyo objetivo es asegurarse de que corresponda a los accionistas pronunciarse sobre las medidas de defensa una vez que la oferta se ha hecho pública (arts. 9 y 11), y por otro lado, reglas de transparencia, cuyo objetivo es asegurarse de que el mercado conozca las estructuras y mecanismos defensivos adoptados por la sociedad (art. 10).

Para articular la primera idea, *i.e.* la de que el poder de decisión ha de recaer en los accionistas, la Directiva contiene dos tipos de medidas: unas destinadas a regular el comportamiento del órgano de administración durante el período de decisión y otras destinadas a «neutralizar» los diseños contractuales o estatutarios que puedan constreñir el poder de decisión de los accionistas. La Directiva intenta fijar un *level playing field* en ambas fases (*vid.* arts. 9 y 11 respectivamente).

(i) En la primera fase, *i.e.* cuando la opa se ha hecho pública, existe el riesgo de que el órgano de administración frustre una oferta que resulta beneficiosa para los accionistas aunque perjudicial para los administradores²¹. Por eso, el poder para tomar decisiones importantes durante el pe-

²¹ Frente a este riesgo de oportunismo de los administradores se aduce que las medidas antiopa pueden forzar un precio más alto y, consiguientemente, beneficiar a los accionistas, *vid.*, aunque con una visión ecléctica, SUBRAMANIAN, «Bargaining in the Shadow of Takeover Defensas», *Yale L. J.*, 2003, pgs. 621 y ss. Los argumentos no son definitivos, no obstante, en la duda, parece prudente acogerse al principio de respetar la autonomía presente (*ex post*) de los accionistas, *vid.* MÜLBERT, «Make it or Break it: The Break-Through Rule as a Break-Through for the European Takeover?», en www.ssrn.com, *passim*.

ríodo de adquisición se desplaza a la junta general. La Directiva fija las reglas que ordenan el comportamiento del órgano de administración de la sociedad afectada. Este órgano deberá obrar en defensa de los intereses de la sociedad en su conjunto, por ejemplo buscando ofertas alternativas, y no deberá denegar a los titulares de valores la posibilidad de decidir. El órgano de administración de la sociedad afectada ha de abstenerse de adoptar medidas defensivas que puedan impedir el éxito de la oferta sin la autorización previa de la junta general de accionistas (art. 3.1.c). En particular, no podrá emitir nuevas acciones, tomar parte en transacciones que puedan alterar significativamente el activo o el pasivo de la sociedad, o hacer que la sociedad adquiera sus propias acciones, sin el acuerdo previo de la junta general de accionistas obtenido después de conocer la oferta (art. 9.2)²². En este caso, la convocatoria de la junta general extraordinaria se sujeta a la *lex societatis*. Además, el principio de proporcionalidad que impone la Directiva conlleva que la decisión se adopte a partir del riesgo que asume cada accionista («una acción, un voto», *vid.* art. 11).

Por otra parte, el órgano de administración de la sociedad afectada deberá elaborar y hacer público un documento en el que exponga su opinión sobre la oferta y los motivos en los que esa opinión se sujeta, así como las repercusiones de la oferta sobre los intereses de la sociedad y concretamente en el empleo. Si el órgano de administración recibe, con tiempo suficiente, un dictamen elaborado por los trabajadores, deberá acompañarlo al suyo (art. 9.5).

(ii) En la segunda fase, *i.e.* cuando la adquisición se ha materializado, la Directiva desmantela parcialmente las medidas de blindaje, contractuales o estatutarias, diseñadas para desplegar su eficacia tras una opa y, por consiguiente, desincentivarla *ex ante*. La regla de neutralización se dirige contra dos tipos de barreras a una opa hostil. Por un lado, los impedimentos jurídicos llamados a dificultar que los accionistas puedan reaccionar ante una opa hostil bien vendiendo sus acciones, bien votando sobre la (no) adopción de medidas defensivas. Por otro lado, los impedimentos jurídicos llamados a dificultar que el oferente, tras una oferta exitosa, pueda adquirir verdadero control de la sociedad afectada²³. En primer lugar, durante el plazo de aceptación de la oferta no podrán oponerse al oferente ninguna de las restricciones a la transferencia de valores previstas en los estatutos de la sociedad afectada, o en acuerdos contractuales entre la sociedad afectada y titulares de valores de dicha sociedad o entre los propios titulares (art. 11.1). En segundo lugar, una vez adquirida una mayoría suficiente, han de desmantelarse los mecanismos previstos para escapar del principio «una acción, un voto». El oferente, además, tras el éxito de la opa debe tener la posibilidad

²² Vid. HOPT, «The Duties of the Directors of the Target Company in Hostile Takeovers German and European Perspective», en FERRARINI/HOPT/WYMEERSCH, cit., pgs. 391 y ss., pgs. 393-396.

²³ MULBERT, loc. cit. (discutiendo los inconvenientes que se derivan de combinar la regla de neutralización con un sistema de opa obligatoria total).

de convocar la junta general a fin de modificar los estatutos y de sustituir a los miembros del órgano de administración, siempre que cumpla la normativa societaria, pero sin que se le puedan oponer restricciones en materia de transferencia de títulos o ejercicio del derecho de voto (art. 11.2). En este mismo supuesto, los valores de voto múltiple conferirán un solo voto en la junta general llamada a decidir sobre medidas de defensa. Esto asegura que el oferente tenga la posibilidad de adquirir una participación mayoritaria en la sociedad y que pueda ejercer plenamente el control de ésta. La Directiva, eso sí, prevé un deber de compensación por los perjuicios que pueda causar la regla de neutralización (art. 11.5).

(e) Pese a la importancia de unificar el régimen de medidas defensivas en Europa como única vía para asegurar un *level playing field*, el resultado no ha sido absoluto. El desmantelamiento de las medidas de defensa deja bastante inermes a los órganos de administración y a las sociedades ante una opa hostil; y algunas de estas medidas (por ejemplo, el voto múltiple) pueden tener, según se dice, una justificación intrínseca más allá de la meramente oportunista. Algunos Estados miembros no estaban, por ello, conformes con una solución tan drástica. La respuesta de la Directiva ha sido ofrecer un sistema de «doble opción»: para los Estados miembros y para las sociedades. Los Estados miembros pueden excluir a sus sociedades nacionales de la aplicación de las disposiciones de la Directiva que limitan los poderes del órgano de administración y las que dejan sin efecto las barreras previstas en los estatutos de la sociedad o en acuerdos específicos: el artículo 12 autoriza a los Estados miembros para excluir la aplicación de los artículos 9 (apartados 2 y 3) y 11. No obstante, las sociedades de dichos Estados podrán, a su vez, escapar a esta exclusión y someterse a las restricciones que prevé la Directiva. Esto es, el Estado miembro puede ejercer un *opting out*, pero en ese caso, las sociedades de dicho Estado pueden ejercer un *opting in*. Las sociedades escogerán el régimen aplicable en su junta general de accionistas, con arreglo a las normas que su *lex societatis* prevea para las modificaciones de los estatutos, y será notificado a las autoridades supervisoras. Esta decisión es revisable. El resultado es un sistema dual: en los Estados que se acojan a la reserva, habrá sociedades Tipo A (que han excluido el régimen de blindaje y, por lo tanto, asumen voluntariamente el estándar de la Directiva) y sociedades Tipo B (que no lo han excluido).

(f) La otra pieza de la Directiva es una regla de información, la Directiva establece un régimen de publicidad de las sociedades cotizadas (art. 10). A fin de dotar de mayor utilidad a las disposiciones vigentes sobre libre negociación de los valores y el libre ejercicio del derecho de voto en las sociedades cotizadas, se imponen unos deberes de transparencia e información de dichas sociedades que alcanzan fundamentalmente a sus estructuras de gobierno y a los mecanismos de defensa.

(g) La Directiva insta a los Estados miembros para que ofrezcan un régimen completo aplicable a las opas y, por lo tanto, regulen el supuesto de caducidad de la oferta, el derecho del oferente a revisar la oferta, la posibilidad

de que se presenten ofertas competidoras, la publicación del resultado de la oferta, así como su irrevocabilidad o las condiciones permitidas (art. 13).

(h) Por último, la Directiva establece los derechos de salida obligatoria o *squeeze out* (art. 15), de tal modo que un oferente que haya alcanzado cierto porcentaje del capital con derecho a voto pueda obligar a los titulares de valores restantes a venderle sus valores, y de compra obligatoria o *sell out* (art. 16), de tal modo que cuando el oferente haya alcanzado cierto porcentaje del capital con derecho a voto, los titulares de valores restantes puedan obligarle a comprar sus valores. La necesidad de armonización en estos extremos se justifica como vía para asegurar un mínimo de igualdad en las oportunidades de consolidar el control en toda Europa y un nivel adecuado de protección de los titulares de valores en todos los Estados miembros.

18. La suma de las piezas anteriores nos ofrece un cuadro donde el ámbito de armonización no ocupa mucho espacio. Las excepciones que se permiten a los Estados miembros (por ejemplo, en cuanto a las medidas de blindaje) o las remisión expresas o implícitas al Derecho nacional hacen que cada Estado conserve gran libertad para configurar su Derecho de opas. Esto no es necesariamente condenable, pues permite el ajuste a las particularidades de los mercados de control nacionales, siempre que, como vamos a ver en el epígrafe siguiente, las reglas de «distribución horizontal de competencia» sean uniformes.

Problema: la competencia hacia abajo o hacia arriba. Como hemos apuntado, la distribución «vertical» de competencia viene determinada por el principio de subsidiariedad. Uno de los argumentos que puede invocarse para establecer reglas uniformes en Europa es el riesgo de «competencia a la baja» que se puede producir entre los ordenamientos. El problema es que en el ámbito de las opas no cabe decir que haya una opinión consolidada al respecto. Es difícil saber si los Estados compiten o van a competir hacia abajo o hacia arriba. En primer lugar, para saber si la diversidad normativa es perjudicial y conduce a una competencia «a la baja» es necesario tener un criterio claro sobre qué régimen material es mejor (para incentivar una competencia hacia él) y qué régimen material es peor. Esto es, qué régimen es «la baja» y qué régimen es «la alta». En el ámbito de los opas no puede decirse que haya una opinión científica dominante sobre si, por ejemplo, es mejor un régimen de opas obligatorias o voluntarias; o sobre si deben consagrarse o no las medidas de blindaje²⁴. En segundo lugar, es difícil saber también hacia dónde irían los Estados si se les deja actuar por su cuenta. La experiencia comparada (americana) parece demostrarnos que las sociedades prefieren constituirse bajo aquellos ordenamientos más permisibles con las medidas de blindaje²⁵, aunque eso no implica que de hecho adopten medidas de

²⁴ Por un lado, hacen más difícil las adquisiciones y por lo tanto el mercado de control se debilita (no hay efecto disciplinador), pero por otro lado, pueden utilizarse para negociar un *premium* más alto o para asegurar una inversión más específica de los administradores en la compañía. Los estudios empíricos no han ofrecido hasta ahora una respuesta clara a si las medidas de blindaje son beneficiosas o perjudiciales para los accionistas, o son irrelevantes, vid. HANNES, loc. cit.

²⁵ BEBCHUCK/COHEN, «Firms' Decisions Where to Incorporate», J. L. & Econ., 2003, pgs. 383 y ss. («states that offer stronger antitakeover protections are substantially more successful both in retaining in-state firms and in attracting out-of-state incorporations», pg. 383); SUBRAMANIAN, «The Influence of Antitakeover Statutes on Incorporation Choice:

blindaje. Los factores exógenos también son relevantes²⁶; unas sociedades aparecen blindadas y otras no como respuesta a lo que hacen las demás. Lo cual podría utilizarse como argumento a favor de cierta armonización, que previniese una competencia «a la baja»²⁷. De todos modos, ante esa incertidumbre, la respuesta de la Directiva (armonización mínima + reglas de Dopr uniformes) parece, cuanto menos, prudente.

3. Normas uniformes de Derecho internacional privado

3.1. Consideraciones generales

19. El tercer elemento de la fórmula comunitaria es un conjunto de normas uniformes de Derecho internacional privado. Esta pieza es esencial. Hay una relación inversamente proporcional entre el grado de armonización y la importancia de las normas de Derecho internacional privado. Cuanto más permeable sea la Directiva, esto es, cuanto menos armonice, más relevancia cobra el Derecho nacional y, por consiguiente, más importante es saber con certeza qué Derecho nacional se aplica. La respuesta a esta cuestión la ofrecen las reglas de Derecho internacional privado; una reglas que necesariamente han de ser comunes para todos. La uniformidad en este punto es imprescindible no sólo por la certidumbre que brinda, sino porque de otro modo cada Estado puede unilateralmente fijar el ámbito de aplicación de su normativa de opas y el resultado puede ser desastroso para el buen funcionamiento del mercado de control en Europa (*supra*)²⁸.

Evidence on the Race Debate and Antitakeover Overreaching», UPaLRev, 2002, pgs. 1795 y ss. (aunque también constata que si el ordenamiento es excesivamente favorable a las medidas de blindaje puede llegar a ser contraproducente).

²⁶ Vid. COATES, «Explaining Variation in Takeover Vulnerability: Failure in the Corporate Law Market», Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 297, 2000; o FIELD/KARPOFF, «Takeover Defensas at IPO Firms», SSRN Working Paper Series No. 236043, 2000; ambos pueden consultarse en www.ssrn.com; HANNES, loc. cit. (explicando este equilibrio diferenciado en la medida en que la vulnerabilidad de una compañía ante una opa no es una variable endógena a sus cláusulas de blindaje, sino que depende también de una variable exógena: el grado de blindaje de las demás compañías susceptibles de ser opadas. La intuición es la siguiente: si hay muchas compañías con cláusula de blindaje puede ser razonable no hacerlo ya que al ser pocas las compañías no blindadas el premium que ha de pagar el adquirente será mayor; en cambio, si hay muchas compañías no blindadas pues ser razonable hacerlo ya que el premium por no blindarse va a ser muy bajo, pues la oferta es mucha, y de ese blindaje pueden obtenerse otros beneficios en la fracción de adquisiciones en las que no hay sustitución).

²⁷ Esto no quiere decir que necesariamente ha de uniformarse el Derecho en Europa y acabar con la diversidad nacional. Podría ser suficiente con una regla uniforme imperativa que asegure la elección por los accionistas del régimen aplicable (Ibíd.). En la actualidad, los accionistas de las sociedades cotizadas no suelen escoger el lugar de incorporación (ni el de reincorporación, pues la propuesta siempre ha de partir de los administradores). Esto, en realidad, conllevaría más una norma de Dopr uniforme, que de Derecho material uniforme. En esta misma línea, la posibilidad de elección (eso sí, garantizada por el legislador comunitario) permitiría alcanzar de forma natural los equilibrios diferenciados que se manifiestan en este ámbito, HANNES, loc. cit.

²⁸ Vid. SIMON, «OPA: Divine Surprise ou Faux Semblant?», *Euredia*, 2003/3, pgs. 329 y ss. (insistiendo en la importancia de este aspecto). Aunque en el mercado norteamer-

20. En consonancia con esta idea, la Directiva ofrece una respuesta uniforme a los problemas de competencia y de ley aplicable. Las normas uniformes de Derecho internacional privado que ha establecido la Directiva se encuentran en el artículo 4. Para entender este artículo es necesario detenernos un momento en la naturaleza del régimen material de las opas. Una opa es una oferta de adquisición de títulos. Es un acto unilateral dirigido a una pluralidad de sujetos proponiéndoles la celebración de un contrato. Si no existiese un régimen especial para este tipo de ofertas, las cosas serían muy sencillas: los *aspectos contractuales* de la operación (condiciones de la oferta, plazos, revocabilidad, etcétera) quedarías sometidas a las reglas generales del Derecho contractual (p. ej., Código civil) y los *aspectos societarios* (transmisión de la condición de socio, ejercicio de los Derechos sociales una vez adquirido el control, etcétera), a las reglas generales del Derecho de sociedades (p. ej., LSA). Sin embargo, el legislador ha considerado que el juego de estas reglas puede conducir a resultados injustos o ineficientes en ciertos grupos de casos (típicamente, sociedades cotizadas) y por ello impone unas reglas de juego especiales que disciplinan el tráfico de acciones modificando ese régimen general. Las opas deben sujetarse a unas condiciones fijadas por Ley y al control de una autoridad supervisora. La imagen que resulta es la de una normativa que se «superpone» sobre el régimen general del Derecho de los contratos y del Derecho de sociedades. El régimen normativo de una opa contiene, por consiguiente, normas de Derecho de los contratos, normas societarias y normas del mercado de valores.

Este mismo esquema nos sirve en el ámbito conflictual. En principio, la transmisión de participaciones sociales queda sujeta a una doble conexión. La *lex contractus* nos determina la ley aplicable a los aspectos contractuales de la operación y la *lex societatis*, la ley aplicable a los aspectos societarios. El régimen imperativo de las opas interviene como un círculo que se superpone a ambas. Dentro de este círculo es necesario determinar qué ley o qué leyes se aplican a la opa y qué autoridad supervisora es competente.

Históricamente, se han propuesto diferentes soluciones conflictuales para identificar la ley aplicable a una opa²⁹. (a) La solución contractual. Según esta solución, una oferta pública de adquisición es una llamada a celebrar un contrato y por consiguiente debería quedar sometida fundamentalmente a la *lex contractus*. Sin embargo, la solución contractual plantea varios problemas. Por un lado, su dificultad práctica, pues habría que determinarse la ley aplicable para cada relación contractual. Por otro lado, su incompatibilidad con el principio de trato igual de los destinatarios de la oferta. Por último, su difícil compatibilidad con el hecho de que estamos ante operaciones que afectan al mercado de valores y

cano no hay un régimen federal uniforme, la jurisprudencia del TS ha limitado significativamente las posibilidades de los Estados para unilateralmente fijar el ámbito de aplicación de sus normas sobre opas, vid. *Edgar vs. MITE*, 457 U.S. 624 (1982).

²⁹ Para un análisis más detenido, vid. BOUCOBZA, *L'acquisition internationale des sociétés*, 1998, pgs. 266-314; SCHNYDER, «Takeovers and conflict of laws», en FERRARINI/HOPT/WYMEERSCH, loc. cit., pgs. 427 y ss., pgs. 435-439; VON HEIN, «Grundfragen des europäischen Übernahmekollisionsrechts», *AG*, 2001, pgs. 221 y ss.

al estatuto interno de una sociedad³⁰. La opa no se dirige a un destinatario en particular, sino al mercado y el régimen de opas tiene como fin ordenar las prácticas en el mercado, pertenece al orden ordoeconómico³¹. (b) La solución personal. Según esta solución, debería aplicarse la ley del domicilio del destinatario de la opa (*i.e.*, el titular de las acciones). Esta opción es inviable por parecidas razones: fundamentalmente, por el fraccionamiento a que conduce³². (c) La conexión con el mercado: si el objetivo primario del régimen de opas es ordenar el mercado de valores, la conexión debe buscarse con el mercado (*Marktstatut*). Es Derecho bursátil que desplaza a la *lex societatis* y a la *lex contractus*³³. En principio, el mercado relevante debe ser donde la sociedad tiene sus valores admitidos a cotización, no donde reside el inversor³⁴. El problema que plantea esta solución es determinar qué sucede cuando son varios los mercados donde cotiza la sociedad. (d) Por último, se ha propuesto también la aplicación de la *lex societatis* de la sociedad afectada³⁵. El régimen especial de las opas persigue típicamente un fin societario (la tutela de los accionistas minoritarios) y por lo tanto debe quedar sometida a la *lex societatis* de la sociedad afectada. Las tesis hoy dominantes abogan por una combinación de los dos últimos criterios. Y en esa misma dirección se encamina la Directiva.

3.2. Régimen de la Directiva

21. Para resolver los problemas de Derecho internacional privado, la Directiva distingue tres grupos de casos.

Para explicar las soluciones que se exponen a continuación es útil recordar que durante la negociación de la Directiva se manifestaron dos opciones contrapuestas³⁶. La solución defendida por los países anglosajones que buscaba una coincidencia entre autoridad competente y ley aplicable localizada en el Estado miembro de domicilio de la sociedad. Y la solución defendida por los países continentales que buscaba también esa coincidencia entre autoridad competente y ley aplicable, pero fraccionaba las cuestiones societarias, por un lado, y las

³⁰ VON HEIN, loc. cit., pg. 223.

³¹ KIEL, *Internationales Kapitalanlegerschutzrecht*, 1994, pg. 294.

³² Vid. VON HEIN, loc. cit., pgs. 224-225; BOUCOBZA, loc. cit., pgs. 273-279, con referencias a los problemas que ha planteado en EE.UU.

³³ Vid. HOPT, loc. cit. pg. 28.

³⁴ Vid. VON HEIN, loc. cit., pg. 225, desechando otras opciones; ZIMMER, «Aufsicht bei grenzüberschreitenden Gesellschaftsrecht», *ZGR*, 2002, pgs. 731 y ss., pgs. 733-734, ambos resaltando los problemas planteados por las reglas norteamericanas que lo han vinculado a la residencia del inversor (por ejemplo, que pueden quedar fuera de la oferta, como en el caso Dresner Bank AG, cuya adquisición por Allianz AG excluía expresamente a los inversores norteamericanos para no quedar sujeta a dicha legislación), ahora la regla norteamericana se ha modificado parcialmente, vid. www.sec.gov.

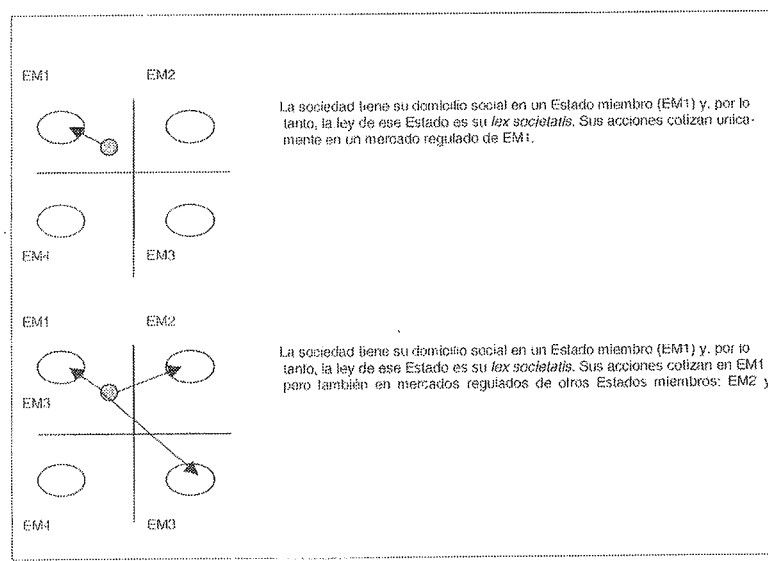
³⁵ Vid. ZIMMER, loc. cit., pg. 743, argumentando que las reglas sobre opas tienden a proteger a los accionistas actuales de la sociedad y la protección de éstos, como todos los demás derechos y obligaciones que configuran su estatuto *qua socios*, ha de quedar sometida a la *lex societatis*. No obstante, la aplicación de la ley del mercado a los aspectos no estrictamente societarios tiene sentido pues de otro modo su articulación práctica sería muy compleja: a una sociedad alemana que sólo cotiza en Londres, ¿tendría sentido aplicarle las reglas procedimentales previstas para el mercado alemán?; vid. LAMBRECHT, loc. cit., pgs. 452-453; MAUL/MUFFAT-JEANDET, loc. cit., pg. 227.

³⁶ MAUL/MUFFAT-JEANDET, loc. cit., pg. 227.

cuestiones relativas al estatuto de la oferta, por otro. Al final, la Directiva se orienta hacia la segunda opción.

(a) Primero: cuando la sociedad afectada tiene su domicilio en un Estado miembro y sus valores están admitidos a cotización en un mercado regulado de dicho Estado sin perjuicio de que, eventualmente, también coticen en los mercados regulados de otros Estados miembros. Por ejemplo, una sociedad inglesa que cotiza en un mercado regulado inglés y también en mercados regulados de otros Estados miembros.

Gráficamente:



En este supuesto, la Directiva parte del *principio de unidad del régimen normativo*: las autoridades competentes y la Ley aplicable es la del Estado miembro donde la sociedad tiene su domicilio social, en el ejemplo, Inglaterra (art. 4.2.a + 4.2.e *in fine*). Esta solución rige en ambos casos, tanto si sólo cotiza en el Estado de su domicilio como si además cotiza en otros Estados (conclusión que se deduce *a contrario* del art. 4.2.b). A estos efectos, es irrelevante que la sociedad hubiese cotizado primero en otro Estado miembro distinto del de su domicilio o el volumen de operaciones en cada mercado³⁷. También es irrelevante que la sociedad cotice, además, en terceros Estados.

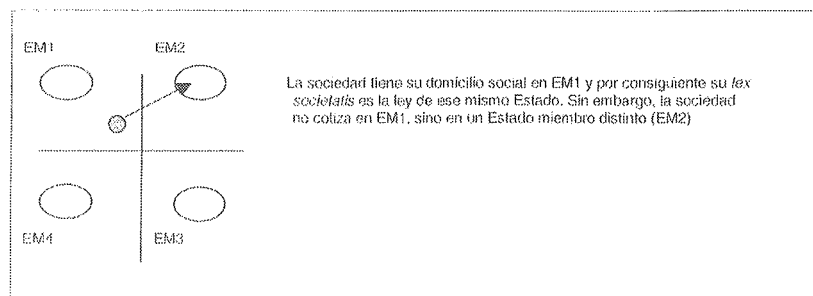
El artículo 4.2.a de la Directiva establece que la autoridad competente para la supervisión de la oferta será *la del Estado miembro en el que tenga su domicilio social la sociedad afectada cuando sus valores estén admitidos a negociación en un mercado regulado de dicho Estado miembro*. En esta hipótesis, *lex societatis* (pues el domicilio social determina la Ley aplicable a la sociedad) y *lex mercatus* coinciden, sin perjuicio de que la sociedad cotice además en otros mercados regulados. Es cierto que el artículo 4.2.a sólo se refiere a la autoridad compe-

³⁷ PÖTZSCH/MÖLLER, WM-Sonderteil, N° 2, 31/2000, pg. 11; VON HEIN, loc. cit., pg. 214; ZIMMER, loc. cit., pg. 739.

tente pero no dice nada sobre la Ley aplicable. El significado de este silencio debe extraerse de una interpretación de los siguientes apartados del mismo artículo³⁸. Como vamos a ver a continuación, en ellos se contempla la hipótesis de una sociedad que sólo cotiza en mercados regulados extranjeros (esto es, que no cotiza en el Estado miembro donde tiene su domicilio social, pero sí en otros Estados). En estos casos, la Directiva establece un principio de separación entre los aspectos societarios (*i.e.*, el «estatuto de la sociedad ofertada») y los aspectos procedimentales (*i.e.*, el «estatuto de la oferta de adquisición»)³⁹. Para los aspectos societarios, la competencia corresponde a las autoridades de Estado del domicilio social y la ley aplicable será esta misma. Para los aspectos procedimentales, la competencia y la ley aplicable corresponden al Estado miembro de cotización. Esto es, pese a dicho fraccionamiento, la Directiva sigue un modelo de coincidencia *forum-ius*. Aunque a aspectos distintos, cada autoridad competente aplica su régimen nacional de opas, lo que significa que las reglas de competencia determinan indirectamente la ley aplicable. La aplicación de este principio en el caso previsto por el artículo 4.2.a nos lleva a concluir que, en este primer grupo de casos, la ley aplicable será la del Estado del domicilio social, pues la de éste es la única autoridad competente.

(b) Segundo: cuando la sociedad afectada tiene su domicilio social en un Estado miembro y no cotiza en un mercado regulado de dicho Estado, pero sí en el mercado regulado de otro Estado miembro. Por ejemplo, una sociedad constituida en Inglaterra que cotiza únicamente en la bolsa española.

Gráficamente:



En esta hipótesis, la Directiva parte de un *principio de jurisdicción compartida*. Tanto en la dimensión competencial como en la de ley aplicable, la Directiva distingue entre el «estatuto de la sociedad opada» (*Zielgesellschaftstatut*) y el «estatuto de la oferta de adquisición» (*Übernahmangebotstatut*)⁴⁰. Las

³⁸ VON HEIN, loc. cit., pg. 214; implícitamente, MAUL/MUFFAT-JEANDET, loc. cit., pg. 228; KINDLER/HORSTMANN, «Die EU-Übernahmerichtlinie Ein europäischer Kompromiss», DStR, 2004, pgs. 866 y ss., pg. 867.

³⁹ Vid. ZIMMER, loc. cit., pgs. 733-736

⁴⁰ LAMBRECHT, cit. pg. 452 (distinguiendo entre «market rules» vs. «home country rules»). La solución se ha criticado argumentando que todos los aspectos deberían quedar sujetos a la *lex societatis* de la sociedad afectada. Sin embargo, como ya he apuntado supra nota 35, esta solución puede ser poco funcional en relación a las normas relativas al mercado: ¿qué sentido tendría aplicar las normas del mercado alemanas a una sociedad alemana que cotiza en Londres? O viceversa (LAMBRECHT, pg. 453; MAUL/MUFFAT-JEANDET,

cuestiones relativas al Derecho societario, *i.e.*, que tienen que ver con el funcionamiento de la sociedad, se someten a las autoridades y al Derecho de la sociedad opada (*i.e.*, su *lex societatis*), en particular, el porcentaje de derechos de voto que confiere el control, las excepciones a la obligación de lanzar una oferta, las condiciones en que el órgano de una sociedad afectada puede emprender una acción para frustrar la oferta o la información a los trabajadores (art. 4.2.b y 4.2.e; *vid.* también art. 5.3). En el ejemplo, al Derecho inglés. Estas medidas afectan a la estructura interna de la sociedad, en particular a los deberes de información y de lealtad de los administradores hacia los socios u otros afectados, como los trabajadores, por eso han de sujetarse a la *lex societatis* de la sociedad opada⁴¹. Esto asegura, además, un trato unitario a todos los accionistas (*vid.* art. 3.1.a de la Directiva)⁴² y reduce los costes para el oferente (pues de otro modo, debería planificar una oferta sujetándola a una pluralidad de ordenamientos). En cambio, el «estatuto de la oferta de adquisición», *i.e.* las cuestiones que tienen que ver con la oferta en sí, se vincula al mercado⁴³. Las cuestiones relativas a la contraprestación propuesta en el caso de una oferta (por ejemplo, la posibilidad de prever en todo caso una contraprestación en efectivo, *vid.* art. 5.5 *in fine*), en particular el precio (por ejemplo, la posibilidad que tienen los Estados miembros de fijar distintos plazos como referente para calcular el precio, *vid.* art. 5.4), y los asuntos relacionados con el procedimiento de oferta, en particular la información relativa a los procedimientos del oferente, el contenido del folleto o la divulgación de la oferta, se sujetan a la autoridad y a las normas del mercado donde la sociedad cotiza (art. 4.2.b y 4.2.e)⁴⁴. En el ejemplo, España. El importante papel que juegan las autoridades supervisoras en el ámbito de las opas y la estrecha conexión que hay entre autoridad competente y Ley aplicable, sobre todo por la capacidad de decisión que tiene aquélla (tanto en el aspecto societario como en el relativo al mercado de capitales), sirven para sostener este modelo: estaría poco justificado, por meras razones prácticas, que las autoridades de un Estado aplicasen las reglas de otro⁴⁵. En todo caso, la Directiva establece un deber de cooperación recíproca entre autoridades competentes (art. 4.4)⁴⁶.

Calificación uniforme. El hecho de que estemos ante normas uniformes que armoniza ciertos aspectos materiales previene los problemas de contradicción o inconsistencia asociados al *depeçage*. La calificación de una cuestión como societaria o del mercado ha de ser uniforme y en última instancia, corresponderá al TJCE su determinación. La enumeración que hace el artículo 4.2.e ayuda (aunque hay aún cuestiones que deja abiertas, como la calificación del *squeeze out* o del *sell*

loc. cit., pg. 227). El resultado podría conducir a que una autoridad supervisora tuviera que aplicar únicamente normas del mercado extranjeras, lo cual es poco práctico.

⁴¹ KIEL, loc. cit., pg. 293; VON HEIN, loc. cit., pg. 226.

⁴² En relación al Derecho alemán, *vid.* HAHN, cit., pg. 743.

⁴³ VON HEIN, cit., pg. 215 (*Das Übernahmeangebotstatut ist das Marktrecht*).

⁴⁴ VON HEIN, loc. cit., pg. 215.

⁴⁵ VON HEIN, loc. cit. pg. 230.

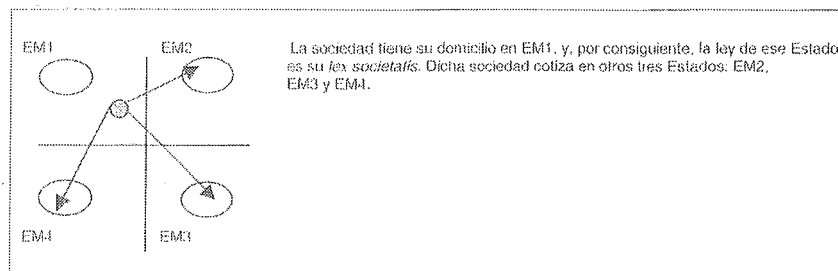
⁴⁶ ZIMMER, loc. cit., pgs. 748-752, *vid.* sobre la implementación de este deber de cooperación www.europefesco.org.

LA EUROPEIZACIÓN DEL DERECHO PRIVADO Y EL DERECHO DE OPAS...

out). Lo que nos interesa subrayar ahora es que, en principio, la calificación de estas cuestiones debe hacerse a partir del sentido y fin de la norma comunitaria, y no por remisión al Derecho nacional⁴⁷.

(c) La tercera hipótesis es cuando la sociedad cotiza en varios mercados regulados distintos de los de su propio Estado. Por ejemplo, cuando una sociedad inglesa cotiza en el mercado español, francés y alemán (pero no en el inglés).

Gráficamente:



En ese caso, la Directiva respeta ese principio de jurisdicción compartida que regía en el supuesto anterior: las cuestiones societarias (*Zielgesellschaftstatut*), tanto en sede de competencia como de ley aplicable, corresponden al Estado miembro del domicilio social, pero las cuestiones relativas a la oferta (*Übernahmeangebotstatut*) al Estado miembro de cotización. El problema que plantea esta tercera hipótesis es que la sociedad cotiza en varios mercados extranjeros. La Directiva intenta evitar un fraccionamiento del *Übernahmeangebotstatut* y para ello parte del principio de prioridad temporal: el mercado relevante es aquel en el que cotizó por primera vez (art. 4.2.b II). No obstante, si en todos cotizó al mismo tiempo, la sociedad afectada podrá escoger qué autoridad será competente y qué ley regirá esos aspectos (art. 4.2.c). Por último, para las sociedades que ya estuviesen cotizando en varios mercados antes de la entrada en vigor de estas reglas y que no hubieren designado la ley aplicable, ésta se determinará por acuerdo entre las autoridades supervisoras y en su defecto (si no llegan a un acuerdo en cuatro semanas), por la propia sociedad afectada (art. 4.2.c).

La determinación del mercado puede plantear ciertas dificultades, por ejemplo, en el caso de conexiones entre bolsas o de plataformas electrónicas, pero en general es fácil de identificar qué ley rige un mercado (sobre todo, cuando son regulados)⁴⁸. Como se deduce de lo que hemos visto hasta ahora, la Directiva resuelve el problema de las sociedades pluricotizadas combinando dos criterios: el de coincidencia con la *lex societatis* y el de *prioridad temporal*. Aunque durante su tramitación se propuso utilizar como criterio relevante el mercado de mayor volumen, se descartó esta opción por la incertidumbre que podría generar su aplicación práctica.

⁴⁷ VON HEIN, loc. cit. pg. 230 (calificando el *squeeze out* como una cuestión societaria).

⁴⁸ VON HEIN, loc. cit., pg. 226.

22. Fuera de la discusión queda una conexión obvia: la *lex societatis* de la sociedad oferente determina las condiciones en las que ha adoptarse el acuerdo de adquisición y el régimen de responsabilidad aplicable⁴⁹. La Directiva sí prevé que los Estados miembros puedan introducir disposiciones en materia de información y consulta de los representantes de los trabajadores del oferente antes de la presentación de una oferta (cdo. 20, art. 13). El régimen nacional aplicable será el de la sociedad oferente.

3.3. *Concepto de domicilio social*

23. Como hemos visto, el domicilio social determina la ley aplicable al «estatuto societario de la opa». La Directiva, sin embargo, no define qué ha de entenderse por domicilio social. Las opiniones expresadas hasta ahora consideran que esa cuestión quedaría al Derecho de los Estados miembros. Lo cual implica que aquellos Estados miembros que sigan un modelo de constitución identificarán ese domicilio con el domicilio estatutario, mientras que aquellos Estados que sigan un modelo de sede real identificarán ese domicilio con la administración central de la sociedad⁵⁰.

No obstante, en Gran Bretaña, el City Code, Introduction No. 4 (a) para 5 establece: «*The Panel will normally consider a company to be resident only if it is incorporated in the United Kingdom, the Channel Islands or the Isle of Man, and has its place of central management in one of those jurisdictions*». En Suiza, la Comisión supervisora ha considerado aplicable el Derecho suizo de opas a una sociedad incorporada en Luxemburgo, pero que tenía su administración central en Suiza y cotizaba en este país⁵¹.

24. Sin embargo, tras las decisiones del TJCE en relación al artículo 48 Tratado CE (asuntos «Centros», «Überseering», y «Inspire Art») ⁵² ha de entenderse que el domicilio social se identifica con el domicilio estatutario y, por consiguiente, con el Estado de constitución. El Estado miembro del domicilio social coincide con el Estado conforme a cuyo Derecho la sociedad se ha constituido. Según las normas de conflicto de la Directiva, la ley a la que nos remite el domicilio social regula los aspectos societarios de la opa y lo más sensato es que dichos aspectos queden sometidos a la ley conforme a la cual se haya constituido la sociedad. Otra solución implicaría un obstáculo injustificado a la libertad de establecimiento y a la libre circulación de capitales.

Si aceptamos la tesis de la doctrina mayoritaria nos encontraríamos con situaciones paradójicas. Imaginemos una sociedad constituida en Inglaterra que inicialmente tiene su administración central allí. Esa sociedad es admitida a cotización en Alemania y Austria. Posteriormente traslada su administración central a Ale-

⁴⁹ Vid. *Report*, cit., pg. 19; BOUCOBZA, loc. cit., pg. 261.

⁵⁰ NEYE, *AG*, 2000, pgs. 289 y ss., pg. 291; VON HEIN, loc. cit., pg. 215.

⁵¹ VON HEIN, pgs. 216-217, aunque explicando que esa decisión obedeció a la necesidad de eliminar lagunas normativas, ya que dicha sociedad no cotizaba en Luxemburgo y no quedaba sujeta a su régimen de opas. Vid. también, SZW, 2000, pgs. 69-84, 121-126, 127-132; ZIMMER, loc. cit., pg. 745, y www.copa.ch.

⁵² Ass. C-212/97; 208/00; 167/01.

mania, pero conserva su sometimiento al Derecho inglés. Si se lanza una opa contra dicha sociedad, para el Derecho alemán el domicilio social estaría en Alemania, ya que tiene su sede real aquí. El Derecho de sociedades alemán, entonces, regiría los aspectos societarios de la opa (sobre una sociedad constituida conforme al Derecho inglés!). El resultado es muy difícil de justificar.

3.4. *La regla de retorsión*

25. Como ya sabemos, el objetivo último de la Directiva es asegurar que en el mercado de control europeo el campo de juego esté «nivelado». La necesidad de asegurar esto se ha manifestado con particular fuerza en el ámbito de las medidas defensivas: si el Estado Miembro 1 es tolerante con esas medidas y el Estado miembro 2 no, las sociedades del primero tienen una ventaja. Podrán adquirir sociedades del segundo a mucho menor coste que el que deben pagar las sociedades del segundo si quieren adquirir las del primero⁵³. Lo cual, incluso, puede cortocircuitar medidas como la contraoferta. Para evitar este desequilibrio, la Directiva uniformiza el régimen de las medidas defensivas, incluso de las contenidas en los estatutos de la sociedad o en acuerdos parasociales. Sin embargo, la Directiva también permite a los Estado miembros reservar la aplicación de estas reglas (*opting out*), con lo cual se regresaría a la posición de desequilibrio inicial (*supra*). Esto se ha corregido parcialmente mediante un mecanismo de retorsión⁵⁴. El artículo 12.3 establece que los Estados miembros podrán eximir a sus sociedades nacionales que se hayan acogido al régimen de la Directiva, y por lo tanto vean limitada su capacidad de adoptar medidas antiopa, de mantener ese régimen cuando se vean afectadas por una oferta presentada por una sociedad que no respete esas mismas disposiciones. Siguiendo con el ejemplo que hemos puesto más arriba (*supra* núm. 17.e), esto significa que una sociedad del tipo A (*sujeta al estándar de la Directiva*), si recibe una oferta de compra de una sociedad de tipo B (que ha ejercido el *opting out* y por lo tanto con un régimen antiopa fortalecido), podrá eximirse de respetar el estándar de la Directiva. La idea es que cada sociedad compita en el mercado de control con las de su mismo tipo. Esta regla funciona, además, como un mecanismo de disuasión: las sociedades que optan por salirse el régimen de la Directiva (incorporándose en un Estado que haya ejercitado el *opting out*) saben que verán limitada su capacidad de expansión pues como oferentes se podrán encontrar ante sus propias barreras.

Como el fin último es otorgar a los accionistas el poder de decisión, esta medida de retorsión ha de ser autorizada por la junta general de la sociedad afectada, que deberá haberse recibido con una antelación inferior a dieciocho meses contados desde el momento en que se haga pública la oferta (art. 12.5).

⁵³ Es cierto que este argumento se sustenta más en razones políticas que en razones económicas, vid. HERTIG/MCCAHERY, loc. cit., pg. 203; vid. también, BOUCOBZA, loc. cit., pgs. 362-363; pero fue un argumento muy empleado durante la negociación de la Directiva, vid. *Report*, cit. pg. 42..

⁵⁴ Crítico con esta regla, SIMON, loc. cit., pg. 342.

26. La solución de la Directiva permite cierto *forum shopping* mediante la fijación del domicilio social y un *pro-forma-listing*⁵⁵. Incluso permite que el Consejo de Administración pueda indirectamente determinar la ley aplicable a los aspectos sobre el procedimiento ya que el cotizar en un mercado o en otro es, según los ordenamientos aplicables, algo que puede decidirlo el propio Consejo⁵⁶. No obstante, el legislador comunitario presupone que el nivel de armonización material mínima que fija la Directiva, unido a esta regla de retorsión, es suficiente para prevenir los comportamientos oportunistas asociados a esta libertad de elección.

3.5. *Lex contractus*

27. El régimen imperativo de la opa se superpone sobre la regulación contractual ordinaria, pero sólo parcialmente. No establece un régimen completo aplicable al contrato de compraventa. Las cuestiones no reguladas imperativamente por el régimen de opas quedan sujetas a la *lex contractus*⁵⁷. Este régimen viene determinado por el Convenio de Roma de 1980. La Directiva se limita a señalar que en el folleto de la oferta ha de informarse sobre la ley nacional aplicable al contrato resultante de la oferta y los órganos nacionales competentes (art. 6.3.m, cuya aplicación presupone, naturalmente, que el oferente ha ejercido la facultad de elegir ambos aspectos, *i.e.* ley aplicable al contrato y tribunales competentes, que le brindan los convenios internacionales o las normas comunitarias).

En realidad, en estas operaciones no suele haber una relación directa entre el vendedor y el comprador, sino a través de intermediarios financieros⁵⁸. Pero no cabe duda de que el oferente puede elegir la ley aplicable (art. 3 Conv. de Roma de 1980, con lo cual se asegura una igualdad de trato) y de que dicha elección es oponible a quien acepte la oferta⁵⁹. Cuando no haya elegido la Ley aplicable, puede estar justificada la aplicación de la cláusula de los vínculos más estrechos (art. 4.5 Con. de Roma 1980) y localizarla con la *lex societatis*, pues ello asegura la sujeción de una operación multitudinaria al mismo ordenamiento⁶⁰.

III. DERECHO INTERNACIONAL PRIVADO Y DIRECTIVA COMUNITARIA: EL RÉGIMEN CONFLICTUAL NACIONAL DEL DERECHO DE OPAS

1. *Ámbito de aplicación de la Directiva: la conexión comunitaria*

28. La norma comunitaria, directamente o por remisión al Derecho nacio-

⁵⁵ VON HEIN, loc. cit. pg. 230.

⁵⁶ Vid. sobre este problema ZIMMER, loc. cit., pg. 744.

⁵⁷ ZIMMER, loc. cit., pgs. 732-733; BOUCOBZA, loc. cit., pgs. 260-261.

⁵⁸ MERKT, «Internationaler Unternehmenskauf durch Beteiligungserwerb», *FS Sandrock*, 1995, pgs. 135 y ss., pg. 143 (insistiendo en la relevancia conflictual de este dato); Id, *Internationaler Unternehmenskauf*, 2ª ed., 2003, pgs. 36-45.

⁵⁹ DÜRIG, «Kollisionsrechtliche Anknüpfung bei öffentlichen Übernahmeangebot», *RIW*, 1999, pg. 748; VON HEIN, loc. cit., pg. 224.

⁶⁰ Vid. DURIG, loc. cit., pgs. 749-750; HAHN, «Übernahmerecht und Internationales Privatrecht», *RIW*, 2002, pg. 744, MERKT, loc. cit. (2003), pgs. 37-45, todos con más referencias y argumentos.

nal, contempla un régimen relativamente completo sobre la ley aplicable a una opa transfronteriza. Pero la Directiva no tiene un ámbito de aplicación universal: esto es, no se aplica a cualquier supuesto de opa transfronteriza, sino sólo a ciertos supuestos que presentan un vínculo con la Comunidad. En concreto, el ámbito de aplicación territorial de la Directiva está determinado por la conjunción de dos criterios: (a) la constitución de la sociedad afectada conforme a la ley de un Estado miembro y (b) la cotización de sus acciones en el mercado regulado de un Estado miembro (art. 1.1)⁶¹. Desde el punto de vista subjetivo, la sociedad pasiva u objeto de la oferta es la única variable relevante. La nacionalidad del oferente no tiene trascendencia en este punto, esto es, la Directiva se aplica tanto a las ofertas lanzadas por empresas europeas, como por empresas de terceros Estados sobre sociedades constituidas conforme a la ley de un Estado miembro⁶². Por su parte, la definición de «mercado regulado» procede de la Directiva 93/22/CEE del Consejo (tégase en cuenta la, cuando se escriben estas líneas, reciente modificación operada por la Directiva 2004/39/CE, de 21 de abril de 2004); para facilitar la aplicación de este concepto periódicamente se publica una lista de estos mercados en el Diario Oficial de la Unión Europea⁶³.

29. La Directiva no se aplica, en cambio, a tres grupos de casos: (a) ni a sociedades de terceros Estados que cotizan en mercados regulados europeos, (b) ni a sociedades europeas que cotizan únicamente en mercados de terceros Estados, (c) ni a sociedades de terceros Estados que cotizan únicamente en mercados de terceros Estados (pero que pueden tener un vínculo comunitario, por ejemplo, que sus accionistas sean europeos). Estos tres supuestos quedan al Derecho internacional privado de cada Estado miembro.

2. Laguna del Derecho nacional y efecto reflejo de la Directiva

30. Mientras no se transponga la Directiva, cada Estado miembro conserva su Derecho. Una vez que sea transpuesta, cada Estado conservará su Derecho fuera del ámbito de aplicación de la Directiva (esto es, en esos tres grupos de casos identificados en el núm. precedente). En el Derecho español nos encontramos ante una laguna oculta. Como ya hemos demostrado en otro lugar⁶⁴, nuestro Derecho positivo carece de una respuesta expresa a la cuestión de qué ley rige una opa. Las escasas normas que podrían sernos útiles (arts. 3 y 60 LMV y RD 1197/1991) parecen abocar a la aplicación del

⁶¹ MAUL/MUFFAT-JEANDET, loc. cit., pg. 226

⁶² El artículo 1.1 establece que la Directiva se aplicará a «las ofertas públicas de adquisición de valores de sociedades sujetas al Derecho de un Estado miembro». El silencio sobre la figura del oferente nos indica que la nacionalidad de éste es, en principio, irrelevante, así, MAUL/MUFFAT-JEANDET, loc. cit., pg. 226. No obstante, el hecho de que estemos ante una Directiva podría justificar que en su transposición los Estados miembros pudiesen ser más estrictos *vis à vis* sociedades de terceros Estados.

⁶³ La última puede consultarse en el DOUE, 23.3.2004, pg. 3 y ss.

⁶⁴ GARCIMARTÍN, «Derecho de sociedades: problemas de ley aplicable», en *Instituciones de Derecho privado*, 2003, pgs. 21 y ss., pg. 97.

Derecho español de opas a toda sociedad que cotice en España o cuyos valores se comercialicen en territorio nacional, aunque no esté aquí domiciliada. Además, al ser una norma formulada unilateralmente, no nos indica, si no se aplicase el Derecho español, qué ley extranjera en concreto se aplicaría.

31. En la práctica esa solución llevaría a aplicar tantos regímenes de opas como Estados donde cotiza la sociedad o donde se comercializan sus valores. El resultado puede ser claramente disfuncional, en particular por lo que respecta a ciertos extremos societarios de la operación. Ante esta laguna axiológica, lo más apropiado es tomar la solución de la Directiva como referente hermenéutico, ver cuál es su esquema normativo y comprobar si y bajo qué condiciones puede extenderse más allá de su ámbito de aplicación temporal o espacial.

32. Como sabemos, la fórmula que inspira la Directiva es «armonización mínima + diversidad material + Derecho internacional privado uniforme». Entre estos tres elementos hay una clara conexión de sentido. La Directiva establece un nivel mínimo o relativo de armonización y, teniendo en cuenta este dato, *a partir de él* establece las reglas de Derecho internacional privado uniformes. Esto significa que *el contenido concreto de las reglas de Derecho internacional privado viene determinado por la existencia de ese estándar mínimo*. En particular, la Directiva se remite a la aplicación de la *lex societatis* sabiendo que, como Estado miembro donde se ha transpuesto, esa ley va a tener cierto contenido material que respeta el estándar mínimo de la Directiva, por ejemplo, va a establecer un régimen de opa obligatoria total, va a limitar hasta un punto los poderes de actuación del órgano de administración o va a salvaguardar en cierta medida el poder de decisión de los accionistas. El estándar mínimo es el estándar armonizado, al cual no pueden escapar los Estados⁶⁵. Por eso, sea cual sea la ley aplicable, un nivel mínimo de protección de los accionistas está garantizado. Con este nivel armonizado, las normas de conflicto de la Directiva funcionan correctamente.

33. Fuera del ámbito de aplicación, temporal o espacial, de la Directiva no existe esta garantía de un mínimo material. La remisión a la ley aplicable es un «salto al vacío». Si, por ejemplo, nos encontramos ante una sociedad de un Estado no miembro (EnM 1) que cotiza en España y remitimos todas las cuestiones relativas a los presupuestos de la opa, las medidas de blindaje, el poder de decisión de la junta, etcétera, a la *lex societatis* nos podemos encontrar ante un ordenamiento, el de EnM 1, que sea contradictorio con el español y, por consiguiente, con el estándar europeo. Por ejemplo, donde las opas sean absolutamente voluntarias, sea válida cualquier medidas de blindaje o el poder de decisión corresponda a los administradores de la sociedad objeto de oferta. Los inversores de esta sociedad, que han adqui-

⁶⁵ El algunos extremos la fijación de este estándar mínimo es algo más compleja. Así, por ejemplo, las posibilidades de excepción a la interdicción de ciertas medidas de blindaje (art. 11bis) nos indican que esta interdicción no forma parte del mínimo armonizado. Lo que sí forma parte, en este caso, es la regla de retorsión (art. 11bis.3).

rido su posición en el mercado de valores español, quedarían sometidos a un régimen de opa muy distinto del que es aplicable al resto de los inversores.

34. Frente a esta situación, el ordenamiento (incluido el intérprete institucional) puede reaccionar de dos maneras: o bien «protegiendo mediante la *información*», o bien «protegiendo mediante la *equiparación*». En el primer caso («protección mediante la información»), el ordenamiento puede permitir que sociedades extranjeras, sometidas a regímenes de opa contradictorios con el modelo nacional, coticen en mercados de valores españoles siempre que los inversores tengan dicha información. Las reglas de transparencia asegurarían que el inversor es consciente de lo que adquiere y que, por lo tanto, si adquiere títulos de ese tipo de sociedades, su posición en caso de una opa puede quedar debilitada. El precio reflejaría esta circunstancia. En el segundo caso («protección mediante la equiparación»), el ordenamiento protege a los inversores asegurándoles cierta «calidad del producto extranjero», esto es, asegurando que no les sea oponible un régimen de opas contrario al modelo nacional. El resultado es que la posición de los inversores en el mercado español de sociedades extranjeras en el ámbito de las opas sería equivalente o equiparable a la de un inversor en sociedades españolas.

35. En principio, la opción que nos indica la Directiva es la segunda. El hecho de que la Directiva establezca un mínimo de armonización material significa que la «protección mediante la información» no es suficiente. La Directiva no se limita a establecer una norma de conflicto uniforme y una regla de transparencia, sino que va más allá: establece un estándar mínimo aplicable a todas las sociedades comunitarias. Por consiguiente, en coherencia con el texto comunitario, y para evitar llegar a una discriminación inversa patológica (esto es, que exijamos más a sociedades comunitarias que a sociedades extracomunitarias) la técnica aplicable fuera del ámbito de la Directiva ha de ser también la «protección mediante la equiparación».⁶⁶

36. A su vez, dentro de esa técnica de tutela caben dos opciones, que jugarían dependiendo de la *lex societatis*. Si la *lex societatis* extranjera (no comunitaria) sigue un modelo equivalente al de la Directiva, esto es, un modelo de opas con un estándar de tutela de los accionistas funcionalmente equivalente (aunque no exactamente igual) al de la Directiva, no habría problema en aplicar el mismo régimen conflictual que establece la Directiva. La sociedad extranjera no comunitaria que cotiza en un mercado regulado español quedaría sujeta al mismo régimen conflictual que otras empresas comunitarias una vez que la Directiva se haya transpuesto. Si, en cambio, la *lex societatis* extranjera sigue un modelo contrario (por ejemplo, donde las opas son absolutamente voluntarias, el poder de decisión corresponde a los administradores, etc.), la solución conflictual debe ser distinta. La ley aplicable no

⁶⁶ Vid., explicando el juego de esta solución en el Derecho francés, BOUCOBZA, loc. cit., pg. 296.

sería la ley que rige la sociedad, sino la ley española, como ley del mercado donde cotizan esos títulos.

37. La pertenencia a un grupo o a otro es algo relevante para los inversores, por eso debe ser objeto de información tipificada y ser supervisado por la autoridad competente antes de admitir la sociedad extranjera a cotización en España (= control *ex ante*).

38. El destino al que nos conducen las consideraciones anteriores (*i.e.*, la utilización de la Directiva como guía hermenéutica) es el siguiente.

(a) Cuando se trate de sociedades domiciliadas en el extranjero, pero que pretenden cotizar en España, la regla se debería formular a partir de un «test de equivalencia». El test se satisface cuando la ley del Estado donde la sociedad tiene su domicilio (= *lex societatis*) establece un estándar de tutela de los accionistas en casos de opa *equiparable* al estándar material español o cuando la sociedad lo haya adoptado estatutariamente. En este caso, vale el modelo conflictual de la Directiva («modelo de jurisdicción compartida», *supra* núm. 21.b⁶⁷). La ley extranjera rige el carácter (obligatorio/voluntario) y las cuestiones societarias, en particular, el porcentaje de derechos de voto que confiere el control, las excepciones a la obligación de lanzar una oferta, las condiciones en que el órgano de una sociedad afectada puede emprender una acción para frustrar la oferta o la información a los trabajadores. La competencia de supervisión corresponde igualmente a las autoridades extranjeras. Esto asegura un trato unitario a todos los accionistas y reduce los costes para el oferente (pues de otro modo, debería planificar una oferta sujetándola a una pluralidad de ordenamientos). En cambio, el «estatuto de la oferta», *i.e.* las cuestiones que tienen que ver con la oferta en sí, se vincula al mercado. Las cuestiones relativas a la contraprestación propuesta en el caso de una oferta, en particular el precio, y los asuntos relacionados con el procedimiento de oferta, en particular la información relativa a los procedimientos del oferente, el contenido del folleto o la divulgación de la oferta, se sujetan a la autoridad y a las normas españolas.

En cambio, si el test de equivalencia no se satisface, pues se trata de sociedades cuya *lex societatis* sigue un modelo no conforme a nuestros principios materiales, valdrá el «modelo de jurisdicción separada» y será aplicable a la opa el régimen (de mínimos) del Derecho español. Este ordenamiento nos indicará si es obligatoria o no, los presupuestos o la validez de ciertas medidas de blindaje, amén del «estatuto de la oferta».

Problema: la incompatibilidad material. Es cierto que en la práctica esta solución no evita totalmente, aunque sí reduce, la posibilidad de encontrarnos con regíme-

⁶⁷ La hipótesis prevista en el apartado a del nº 21 (cuando la sociedad cotiza en un mercado regulado de su Estado de origen) y el principio de unidad que rige su solución no procede en relación a terceros Estados, pues sólo se entiende en un contexto de integración. En relación a Estados no miembros no se entiende que el «estatuto de la oferta», por ejemplo su procedimiento en relación a los inversores españoles, vaya a ser distinto en función de que la sociedad extranjera cotice o no en su país de origen.

nes materiales contradictorios. Así sucederá cuando la sociedad extranjera, además de cotizar en España, cotiche en otros Estados y éstos contengan una normativa de opa incompatible con la española (por ejemplo, un ordenamiento inerte a los administradores a buscar ofertas competidoras y otro las prohíba). La vía para salir de estas situaciones, mientras no se establezca un régimen común o un mecanismo de cooperación entre Estados fuera de la Directiva, será a través del sistema de cláusulas de excepción que prevea el ordenamiento. Si incluso así el problema resulta insoluble, la única opción que queda es negar a ese tipo de sociedades (*i.e.* sociedades extranjeras que por su distribución internacional van a quedar sujetas a otros regímenes distintos y contrarios al español) la posibilidad de cotizar en el mercado español.

(b) Cuando se trate de sociedades cuyo domicilio está en España, pero que cotizan en mercados regulados extranjeros (o en mercados de terceros Estados equivalentes a un mercado regulado europeo), la ley española rige el carácter obligatorio/voluntario, *a priori/a posteriori*, total/parcial de la opa y las cuestiones societarias, en particular, el porcentaje de derechos de voto que confiere el control, las excepciones a la obligación de lanzar una oferta, las condiciones en que el órgano de una sociedad afectada puede emprender una acción para frustrar la oferta o la información a los trabajadores. La competencia de supervisión corresponde igualmente a las autoridades españolas. Esto asegura un trato unitario a todos los accionistas y reduce los costes para el oferente. En cambio, el «estatuto de la oferta», *i.e.* las cuestiones que tienen que ver con la oferta en sí, se vincula al mercado. Las cuestiones relativas a la contraprestación propuesta, en particular el precio, y los asuntos relacionados con el procedimiento de oferta, en particular la información relativa a los procedimientos del oferente, el contenido del folleto o la divulgación de la oferta, se sujetan a la autoridad y a las normas del mercado extranjero donde la sociedad cotiza.

39. Al igual que sucedía en el supuesto anterior, como estamos en un ámbito donde aún imperan normas unilaterales, nos encontramos con dos visiones de un mismo problema. Los Estados extranjeros afectados, típicamente donde cotiza la sociedad española, pueden seguir soluciones distintas a las precedentes e imponerlas por los medios de coacción de que dispongan. Este dato deberá ser tenido en cuenta siempre por los operadores⁶⁸.

40. La Directiva nos ofrece también un referente hermenéutico para invocar la regla de retorsión, como estándar mínimo, *vis a vis* Estados no miembros⁶⁹. Una sociedad española no blindada debe poder oponer a una socie-

⁶⁸ Vid. HAHN, loc. cit. pg. 745 (explicando la exclusión de ciertos accionistas, en el ejemplo norteamericano los establecidos en EE UU, para evitar la aplicación unilateral de su Derecho a opas formuladas en otros Estados).

⁶⁹ Literalmente, la regla de retorsión sólo juega entre sociedades sujetas a la Directiva (vid. art. 11bis). La opinión de la Comisión de Industria, Comercio Exterior, Investigación y Energía del Parlamento solicitó la inclusión de una disposición que permitiese a los Estados miembros autorizar a sus sociedades a oponerse a las opas de empresas de terceros países si pueden alegar de forma fehaciente que una empresa europea no estaría autorizada a realizar una opa en términos y condiciones similares sobre una empresa registrada en el país del que proceda la empresa interesada. Aunque el texto no recogió

dad de un tercer Estado blindada sus mismas armas (*vid.* cdo. 21). Sería cuanto menos paradójico que a un potencial comprador sueco se le pudiese oponer la regla de retorsión, pero a un comprador canadiense, por ejemplo, no⁷⁰.

IV. DERECHO MATERIAL Y DIRECTIVA COMUNITARIA: LOS PACTOS PARASOCIALES DE CONTROL Y LA DT 3ª DE LA LEY 26/2003

1. Introducción: las reformas del mercado de valores

41. En el año 2003 se produjeron en España dos reformas legislativas importantes. Ambas están funcional y sistemáticamente relacionadas entre sí.

42. La primera reforma es la llevada a cabo por el Real Decreto 432/2003 de 11 de abril, que modifica el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores (opas). El artículo 60 de la Ley 24/1988 del Mercado de Valores (LMV) proporciona sólo una regulación mínima y remite a la vía reglamentaria el desarrollo del régimen de opas, que se hizo por el Real Decreto 1197/1991, ahora modificado. Esta «deslegalización» de la materia explica que la reforma se haya hecho a través de un Real Decreto y que este Decreto responda a una iniciativa parlamentaria particular: la «proposición no de Ley» aprobada por unanimidad en el Congreso de los Diputados, por la que se instaba al Gobierno a introducir una serie de reformas en el régimen de opas⁷¹. La exposición de motivos del Real Decreto 432/2003 reproduce textualmente esa proposición, que tiene la virtud de explicar que la finalidad de la reforma es, frente al régimen de opas anterior, «mejorar la protección del accionista minoritario cuando se produzcan cambios de control en las sociedades cotizadas en bolsa».

43. En Europa hay acuerdo en que la mejor manera de proteger a los accionistas minoritarios es asegurarles una vía de salida (*i.e.* un «derecho de separación» por un precio equitativo) cuando no estén conformes con el cambio de control; la forma de articular esta salida es obligar a quien pretende alcanzar el control a realizar una oferta pública de adquisición a los accionistas con respecto a la totalidad de sus acciones⁷². La Directiva comu-

finalmente esta tesis, parece difícil impedir su alcance, al menos, por vía interpretativa (nada impide, naturalmente, que los Estados expresamente lo establezcan).

⁷⁰ Sobre la posible firma, en este contexto, de acuerdos de cooperación, VON HEIN, loc. cit., p. 232; vid. también MAUL/MUFFAT-JEANDET, loc. cit., pg. 313 (haciendo referencia al posible papel del GATS en este contexto).

⁷¹ BOCG, 9 de octubre de 2002, Serie D, Núm. 418, pg. 49.

⁷² Naturalmente, todo régimen de OPAs tiene que lograr un equilibrio entre la protección de los accionistas minoritarios y la movilidad del control corporativo, pues un sistema de opa obligatoria al mismo tiempo que incrementa la compensación de los minoritarios, desincentiva la venta de los paquetes de control y, por lo tanto, hace decrecer la probabilidad de un cambio de control; vid. PAZ-ARÉS, loc. cit.; más detenidamente, DAVIS/HOPT, loc. cit., pp. 180-181.

nitaria expresa este principio en sus considerandos (*vid.*, cdo. 9: «Los Estados miembros deben tomar las medidas oportunas para proteger a los titulares de valores y, en especial, los que posean participaciones minoritarias, en caso de cambio de control de su sociedad. Es preciso que dicha protección se garantice mediante la imposición a todo comprador que haya adquirido el control de una sociedad de la obligación de presentar una oferta que proponga a todos los titulares de valores adquirir la totalidad de sus títulos a un precio equitativo que sea objeto de definición común»). Como ya hemos visto, esta tutela de los accionistas se refuerza con el derecho de exigir *ex post* al oferente la compra forzosa de sus valores (art. 16 de la Directiva). Nuestro legislador fue consciente de estos proyectos. De hecho la Proposición no de Ley menciona expresamente este derecho de separación o abandono como uno de los objetivos básicos del régimen de opas cuya mejora pretendía⁷³.

44. La segunda reforma se refiere a la Ley 26/2003 de 17 de julio por la que se modifican la Ley de Sociedades anónimas y, por lo que ahora nos interesa, la Ley del Mercado de Valores, con el fin de reforzar la transparencia de las sociedades anónimas cotizadas. A tal efecto la nueva Ley obliga a publicar los pactos parasociales que regulen el ejercicio del derecho de voto o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones en las sociedades cotizadas. Esta imposición se comunica también con la Directiva comunitaria. Una obligación análoga de publicación, aunque dirigida a la propia sociedad, se establece en la Directiva de opas en su artículo 10.g respecto de «Los acuerdos entre accionistas conocidos por la sociedad y que pueda implicar restricciones a la transferencia de valores o a los derechos de voto en el sentido de la Directiva 2001/34/CE».

45. Las dos reformas están interrelacionadas. Formalmente, porque, en lo que ahora nos interesa, ambas tienen el mismo objeto, la Ley del Mercado de Valores (LMV), que una modifica (la Ley de Transparencia) y la otra desarrolla (el Decreto de opas, por la «deslegalización» que realiza el art. 60). La LMV proporciona, pues, el nexo de unión sistemático entre ambas y les comunica una tarea principal común: el correcto funcionamiento del mercado de valores en España. Sustancialmente, la relación es también evidente. Los pactos parasociales son un instrumento típico, al menos en países como España con una estructura de propiedad concentrada, para influir significativamente en la esfera interna de las sociedades o para lograr su control. Por eso interesan tanto desde el punto de vista de la transparencia del gobierno de las sociedades cotizadas, esencial para una adecuada formación de precios en el mercado de valores, como desde el punto de vista del obstáculo o barrera que pueden suponer a la posibilidad de efectuar un cambio de control a través de los mecanismos del mercado. Esta interrelación requiere que en la interpretación de la Ley de Transparencia se deba atender a su «conexión de sentido» con el régimen de opas, como precisamente hace la disposición transitoria 3ª de la Ley, que después se analizará.

⁷³ Proposición no de Ley 162/000562, BOCG, 27 de septiembre de 2002, Serie D, Núm. 411, pg. 8.

Esto no es ninguna peculiaridad del sistema español. El objetivo de transparencia es también un objetivo ligado a los objetivos de la Directiva de opas en la visión del legislador comunitario, como ya antes se ha apuntado (*vid. núm. 17*).

2. La D.T. 3^a de la Ley de Transparencia: estructura externa (literalidad) e interna (finalidad)

46. La Ley de Transparencia introduce un nuevo artículo 112 en la Ley del Mercado de Valores que obliga a la comunicación a la CNMV, al depósito en el Registro Mercantil en el que la sociedad esté inscrita y a la publicación como hecho relevante de aquellos pactos parasociales que afecten a una sociedad cotizada por regular el ejercicio de voto en las juntas generales o que restrinjan o condicionen la libre transmisibilidad de sus acciones. La Ley no establece un umbral mínimo, aunque el régimen de Derecho transitorio aplicable a los pactos anteriores a la entrada en vigor de la Ley sí que lo hace (el pacto debe afectar a más del 5% del capital o de los *derechos de voto*). En tanto no se lleven a cabo esa comunicación, depósito y publicación, los pactos «*no producirán efecto alguno en cuanto a las referidas materias*» (*i.e.* en cuanto al ejercicio del derecho de voto y la libre transmisión de las acciones). Sin embargo, comunicación, depósito y publicación son condición necesaria pero no suficiente para que el pacto produzca esos efectos; por eso el propio artículo 112.2 III salva la aplicación de otras normas que pueden incidir en la validez o eficacia de esos pactos («*sin perjuicio de la restante normativa aplicable*»). Esta salvedad encuentra su correspondiente en el régimen de Derecho transitorio de la Ley de Transparencia, cuya disposición transitoria 3^a.2.b sanciona la ineficacia de los pactos anteriores, aunque se produzca posteriormente la comunicación, el depósito y la publicación, «*en los extremos que sean contrarios a la Ley*».

47. La finalidad de esta obligación de publicidad es clara: hacer llegar al mercado una información que se considera relevante para que los inversores (e.g. accionistas y potenciales accionistas) puedan tener una imagen fiel del gobierno corporativo de cada una de las sociedades cotizadas y el sistema de precios funcione adecuadamente (pues en un sistema de mercado el precio debe acabar expresando todas las informaciones relevantes).

48. Sin embargo, la Disposición Transitoria 3^a.2.c de la Ley de Transparencia va más allá del objetivo de publicidad de informaciones relevantes para el mercado. Su tenor literal no deja espacio para la duda cuando declara «*ineficaces*» ciertos pactos anteriores a la Ley de Transparencia, «*aunque se produzca la comunicación, el depósito y la publicación*». En concreto, los pactos declarados ineficaces son los celebrados entre socios que conjuntamente sean titulares, directa o indirectamente, de más del 25% de los derechos de voto, cuando ninguno de ellos hubiera formulado, en el momento de celebrarlos, una opa como la que un tercero hubiera estado obligado a formular para alcanzar una participación equivalente a la que conjuntamente ostentan los socios concertados.

49. La finalidad específica de este precepto es, tomando prestada la terminología de la Directiva comunitaria, «neutralizar» las estructuras de control corporativo que se hubieran logrado en el pasado por medio de pactos parasociales (e.g. de un concierto en el ejercicio de sus derechos como accionistas) y no a través de la formulación de una opa como la que hubiera tenido que hacer cualquier tercero que quisiera adquirir una participación semejante a la que disponen, en conjunto, los «concertados». La medida es fácil de explicar si recordamos los dos objetivos que, según la opinión más fiable, sirve un régimen obligatorio de OPAs: proporcionar a los accionistas minoritarios una oportunidad de salida de la sociedad a un precio equitativo ante un cambio de control (objetivo primario) y una participación en la «prima de control», cuando exista tal prima (objetivo secundario)⁷⁴. Hacia el pasado es claro que la adquisición del control a través de un pacto parasocial no acompañado de una OPA no proporcionó a los accionistas minoritarios ni lo uno ni lo otro. Hacia el futuro es también claro que esos mismos pactos, además, constituyen eficaces barreras contractuales a eventuales operaciones de toma de control (obligándose a no vender a un oferente externo permiten al grupo de control atrincherarse, pese a que un cambio de control aportaría nuevo valor a la sociedad por mejoras de gestión o economías de escala, por ejemplo). Este modo de alcanzar el control favorece la apropiación por el grupo de control de «beneficios privados» a costa del resto de los accionistas⁷⁵. En cambio, cuando se obliga a pasar por una opa, quien toma el control internaliza necesariamente el coste social de los potenciales beneficios privados, pues debe lanzar una oferta de adquisición por el resto de las acciones (hasta los niveles correspondientes). Dada la estructura de propiedad de las sociedades españolas, los pactos, de ser válidos, permitirían alcanzar el control al margen de los mecanismos de la opa obligatoria y, al estabilizar o petrificar el control durante todo el período de su vigencia, logran sustraer efectivamente esas mismas sociedades del mercado de control corporativo o, al menos, entorpecen significativamente su funcionamiento. En este escenario, la finalidad del legislador sería «volver a abrir» el mercado de control a aquellas sociedades que lo habían bloqueado por vía contractual; o en otras palabras, «devolver» estas entidades a la bolsa, someter su control a las reglas del mercado y con ello mejorar el gobierno corporativo de las sociedades cotizadas en España. La ubicación de la disposición se justifica pues la Ley de Transparencia es el vehículo de introducción de reglas especiales para los pactos parasociales en las sociedades cotizadas⁷⁶.

⁷⁴ Este objetivo es y debe ser secundario, pues un cambio de control puede ser eficiente y beneficiar a todos los accionistas, aunque la toma de control no vaya acompañada de una prima «repartible», cuando, por ejemplo, el nuevo grupo de control aporta ganancias de eficiencia (i.e. sinergias o mejoras de gerencia) que se traducen en un aumento de valor de las acciones de la sociedad (aunque podría entenderse esta ganancia como una «prima cruzada»).

⁷⁵ Análogamente, DAVIES/HOPT, cit., p. 179.

⁷⁶ Esta finalidad es reconocida incluso por los críticos de la norma, así RECALDE/DE DIOS, «Los pactos parasociales en la Ley de Transparencia: una cuestión polémica», *La Ley*, 9 de enero de 2004 pp. 1 y ss.

De nuevo, la Directiva nos da un referente contextual. La idea de volver a abrir el control de las sociedades cada cierto tiempo («mandatory re-openings») es sugerida por la doctrina como una solución alternativa al principio de neutralización de barreras («breaking-through») del artículo 11 de la Directiva comunitaria, que persigue efectos equivalentes⁷⁷.

3. Dificultades interpretativas: el «bucle hermenéutico»

50. La DT 3^a.2.c de la Ley de Transparencia declara la «ineficacia» de los pactos o conciertos entre accionistas que sean anteriores a su entrada en vigor. Sin embargo, la Ley de transparencia no contiene ninguna norma expresa sobre la eficacia o ineficacia de los eventuales pactos futuros; esto es los pactos que, en condiciones equivalentes, se renueven o se celebren después de su entrada en vigor. Esta carencia suscita dudas sobre cuál es el régimen de los pactos *posteriores* a la entrada en vigor de la Ley; y esta duda sobre el futuro se utiliza por algunos autores como argumento para poner en duda la solución dada a los pactos *anteriores* y discutir la validez de la disposición transitoria misma⁷⁸. Se genera así un peculiar «bucle hermenéutico», en el que la duda sobre el futuro se vuelve sobre el pasado para restar legitimidad y suscitar dudas sobre una regla, la contenida en la disp.transitoria 3^a.2.c, que, en sí misma y pese a su extensión, es una regla bastante clara y que persigue un objetivo de política legislativa legítimo. Conviene repasar algunas de las objeciones planteadas en la doctrina y contrastarlas con los parámetros del Derecho europeo *in fieri*.

51. Una primera objeción que se ha dirigido a la DT 3^a.2.c es que supone una restricción injustificada de la autonomía privada. Pese a que este tipo de argumento es frecuente para criticar intervenciones legislativas, la doctrina iusprivatista española no ha desarrollado un modelo analítico que permita discernir aquellas intervenciones limitativas que, más allá de la pura voluntad del legislador, están justificadas de aquellas otras que no lo están. Aquí el Derecho comunitario puede también ayudar. En efecto, un modelo analítico útil para juzgar cuándo una limitación de la autonomía privada, en este caso de la autonomía contractual, está justificada puede desarrollarse fácilmente a partir del modelo utilizado por el Tribunal de Justicia de las Comunidades Europeas para determinar cuándo una restricción a las libertades comunitarias puede admitirse y cuándo no. *Mutatis mutandis*, este mismo test es trasladable al Derecho privado español. Así, podríamos concluir que en el sistema español una limitación a la autonomía privada está justificada cuando: (1^o) sea *necesaria* para proteger un *interés general* reconocido por el ordenamiento; (2^o) sea *adecuada* para garantizar la realización de ese objetivo (*i.e.* sea eficaz); y (3^o) no vaya más allá de lo necesario (*i.e.* respete el principio de *proporcionalidad*).

⁷⁷ así COATES IV, «Ownership, Takeovers and EU Law: How contestable Should EU Corporation BE?», accesible en www.ssrn.com

⁷⁸ Según RECALDE/DE DIOS, «... constatada la ineficacia de un pacto, nada impediría que las partes celebrasen al día siguiente un nuevo acuerdo de las mismas características al anterior...», loc. cit.

52. Si aplicamos ahora este test a la DT 3^a.2.c de la Ley de Transparencia, es razonable pensar que cumpliría sin dificultad las tres condiciones necesarias. *En primer lugar*, las sociedades cotizadas apelan masivamente al ahorro público y en esta medida su gobierno y sus estructuras de propiedad y control trascienden las fronteras de lo meramente contractual y de sus accionistas actuales. El propio legislador en una norma posterior señala la protección del inversor como finalidad de la norma de ineficacia (Real Decreto 303/2004, Exposición de motivos, párrafo 8^o). Los accionistas no son protegidos *per se*, sino porque su participación es esencial en una economía de mercado y el efecto neto del sistema legal debe beneficiarles como conjunto o clase. La tutela del buen funcionamiento del mercado de valores es de interés general. *En segundo lugar*, tanto la transparencia como la remoción de obstáculos a los cambios de control (eficientes) son piezas necesarias para un adecuado funcionamiento del mercado de valores. En países con una estructura concentrada de propiedad, como España, los pactos parasociales representan una alternativa real al mercado para la toma de control de las sociedades cotizadas. Si ello es así, parece obvio que algo debe hacerse. De no atajarse el problema, los accionistas minoritarios (o del «*free float*») no dispondrían de protección suficiente frente a los cambios de control; es decir, existiría una laguna axiológica de protección evidente. Aquí hay que recordar que los dos mecanismos fundamentales de protección son el mercado, al que se dirige el sistema de opas obligatorias y el Derecho de sociedades, en particular los deberes de lealtad. Como es sabido, y se pone periódicamente de relieve por los autores más atentos, nuestro Derecho no dispone de un sistema de deberes de lealtad de los administradores y accionistas significativos lo suficientemente desarrollado y experimentado, lo cual quiere decir que no puede prescindirse del control por el mercado. Sin embargo, si los pactos de estabilización o control se permiten al margen del sistema de opas, se convertirían en el instrumento idóneo para la toma de control en las sociedades cotizadas y para la extracción de «beneficios privados» del control de las sociedades. En Francia, la celebración del acuerdo parasocial puede activar la obligación de lanzar una opa por el 100% cuando se viene a detentar más de un tercio del capital o de los derechos de voto de una sociedad⁷⁹. En Italia los pactos parasociales de las sociedades cotizadas ven limitada su duración a tres años, lo que debilita las estructuras de control alcanzadas contractualmente, pues cada tres años cada una de sus partes puede desvincularse libremente del acuerdo. Además, en caso de opa, se permite expresamente que los accionistas puedan resolver *ad nutum* estos pactos (art. 123 del *Testo Unico della Finanza*, reformado en 2004). En ambos ordenamientos, el legislador no permite a los accionistas sustraerse por vía contractual al mercado de control corporativo, cuya pieza fundamental es el régimen de opas obligatorias.

53. No merece dedicar demasiados esfuerzos para concluir que la norma española, que persigue cosas parecidas, pasaría el test de validez de la inter-

⁷⁹ VIANDIER, *OPA, OPE et autres offres publiques*, 2003, pg. 284 y ss.

vención. El interés general a proteger está reconocido no sólo en nuestro ordenamiento sino por el propio Derecho comunitario; y la necesidad de protegerlo frente a cambios de control «por la puerta de atrás» también, dada la estructura concentrada de propiedad de parte de las sociedades cotizadas en España; vale aquí lo dicho en el punto anterior. La relación de *adecuación* entre el fin, evitar que los pactos logren su finalidad al margen de la opa, y el medio elegido, la ineficacia es obvia: la medida logra neutralizar efectivamente esa situación. Por último, el *principio de proporcionalidad* serviría para limitar el alcance de la ineficacia a aquellas cláusulas que pusieran en peligro el interés protegido, esto es, las cláusulas de regulación del voto en cualquier órgano social y las de limitación o condicionamiento de la transmisión de acciones (siempre que el resto de los acuerdos tuvieran sentido sin la presencia de las cláusulas devenidas ineficaces); y eso es precisamente lo que hace el legislador, pues de la combinación de la disposición transitoria y el artículo 112 se deduce que la ineficacia se proyecta necesariamente sólo sobre la parte de los pactos que regulen el derecho de voto en cualquier órgano social o condicionen la libre transmisibilidad de las acciones y sobre cualquier otro pacto instrumental, esto es, que tenga una función accesoria o auxiliar, de los anteriores (ejemplo típico sería los pactos de no incremento de la participación que garantizan el mantenimiento del *status quo* entre los socios de control). El resto del pacto puede ser perfectamente válido (si se dan las condiciones contractuales correspondientes).

54. Un segundo problema que se ha apuntado en esa misma línea es que la declaración de ineficacia activaría la garantía expropiatoria del artículo 33.3 de la Constitución, puesto que se produce un «despojo» de derechos adquiridos conforme a pactos válidos según el Derecho anterior. Sin entrar ahora en el debate sobre las diferencias entre las expropiaciones protegidas por ese precepto y las limitaciones legislativas de derechos, aquí el problema no es sólo la protección de un derecho contractual, sino el hecho de que ese derecho contractual tiene como objeto el control de una sociedad cotizada (o de una esfera significativa de la misma) al margen de los sistemas de protección de los inversores, en particular del régimen de opas. En ningún ordenamiento se indemnizan las intervenciones legislativas que tienen como objeto limitar derechos o actividades que provocan «externalidades negativas»; salvo casos muy extremos, no parece razonable que alguien sea compensado por dejar de hacer una actividad que perjudica a terceros (*i.e.* daña la salud o contamina el medio ambiente). Pues bien, es claro que los cambios de control logrados a través de pactos parasociales, si éstos son eficaces y no obligan a formular una opa, circunvalan los mecanismos de protección de los inversores. También es claro que cuanto menor es la protección de los accionistas minoritarios (o del «*free float*»), mayor es la posibilidad de que los accionistas de control puedan extraer «beneficios privados» de su posición en la sociedad. La medida adoptada por el legislador español afecta a los beneficios privados que se derivan del control de una sociedad; pero no parece coherente con nuestro sistema el calificar las ventajas que pueden derivarse de una determinada política societaria a costa del resto

de los accionistas como una posición patrimonial merecedora de protección como derecho de propiedad. Dicho de otra manera, la medida deja intactos los derechos económicos derivados de la posición de accionista (el derecho al flujo de dividendos) y únicamente corrige los déficits de protección de terceros de los que objetivamente se beneficiaron las partes al no pasar por el trance de la opa. Por último, hay que decir que, a la luz de estas consideraciones, la confianza en una laguna del sistema (la inexistencia de norma expresa sobre el control alcanzado mediante concierto en el ejercicio de los derechos de voto), no parece digna de protección por el ordenamiento; y eso es precisamente lo que nos dice la disposición transitoria. No parece, por ello, que merezca ningún reproche por no establecer ninguna indemnización asociada a la ineficacia que declara.

55. Como ya señalamos, la Directiva comunitaria adopta en su artículo 11 el principio de neutralización de las barreras estatutarias y contractuales que, por afectar a los derechos de voto o a la transmisibilidad de las acciones, puedan hacer frustrar una oferta pública de adquisición. Esta regla incrementa el grado de «contestabilidad» del control de las sociedades cotizadas y, por lo tanto traslada un grado mayor de presión sobre los directivos y accionistas de control para mejorar el gobierno corporativo («función disciplinadora»)⁸⁰. Es cierto, que el apartado 5 de ese artículo contiene una regla que, en una primera aproximación, parece debilitar el principio de neutralización, pues literalmente dice que cuando se revoquen derechos con arreglo al artículo 11, «deberá suministrarse una compensación equitativa por las posibles pérdidas incurridas por los titulares de dichos derechos». Pagar para eliminar una barrera técnica no es eliminarla sino simplemente transformarla en una barrera «arancelaria» (pues, en definitiva se traduce en el pago de un sobreprecio); y dejar valer las barreras estatutarias y contractuales como barreras arancelarias facilita su aplicación, pero no puede decirse que responda a la idea de neutralización que inspiró la Directiva⁸¹. El pago de una compensación aumenta los costes de la opa y desincentivará su formulación. Sin embargo, el principio de neutralización se contempla por el legislador comunitario como una pieza clave para conseguir un terreno de juego uniforme (un mercado único del control) en Europa; por eso no parece razonable una interpretación amplia de la regla de compensación. No se construye un ariete para que finalmente opere como un timbre de puerta. En realidad el argumento genético justifica que se haga una interpretación contenida de esta obligación de compensación. En efecto, el texto de la propuesta de Directiva de fecha 2 de octubre 2002 presentada por la Comisión excluía de esta regla las acciones con derechos de voto doble o múltiple, que existen en algunos Estados comunitarios, y lo justificaba diciendo que «... la supresión de tales derechos, sobre todo sin

⁸⁰ Sin embargo, no es obvio que la neutralización vaya en todos los casos en beneficio de quien quiere hacer una oferta pública de adquisición; vid. los ejemplos de MÜLBERT, loc. cit.,

⁸¹ Cuya redacción final va más lejos que la propuesta hecha en el *Report*, cit., pgs 29 y ss.

compensación, plantearía en algunos ordenamientos jurídicos problemas de constitucionalidad...». En ese texto nada se decía sobre eventuales compensaciones por la neutralización de otros mecanismos estatutarios o contractuales que pudieran operar como barreras a la efectividad de las opas. En el texto aprobado, sin embargo, va más allá de la propuesta de la Comisión⁸². En la versión definitiva, el artículo 11 y el principio de neutralización afecta a los valores con derechos de voto múltiples; de ahí que, en congruencia con lo afirmado en la propuesta de Directiva, se hiciera inevitable la introducción de la regla de compensación. Es cierto, en cambio, que la disposición está redactada con gran generalidad, pues se refiere a todos los casos de neutralización, pero esta generalidad se contrarresta por la necesidad de que existan «pérdidas» demostrables. En efecto, la norma sólo ordena una «compensación *equitativa*» de las «*posibles pérdidas*» (*loss*) incurridas por los titulares de dichos derechos. La exigencia de «posibles pérdidas» habla de un análisis no genérico sino a la luz de la concreta situación y, además, obliga a determinar la existencia y cuantía de esas pérdidas. En este sentido es igualmente inconcebible que desde el punto de vista del Derecho comunitario se considere la pérdida de los beneficios privados extraídos a costa de los demás accionistas como una ventaja indemnizable.

56. Sin embargo, como antes se anticipó, la duda más significativa resulta del enunciado aparentemente incompleto de la regla de ineficacia. La DT declara la ineficacia de los pactos anteriores a la entrada en vigor de la Ley de Transparencia, pero nada dice la disposición, ni el texto de la Ley de qué ocurre con los pactos posteriores. Esto ha dado lugar a dos tipos de críticas, unas que denominaremos formales, y que ponen de relieve el carácter *sui generis* de una disposición que establece una nueva regla que no se contiene para el futuro, y otras que denominaremos sustantivas.

57. La crítica formal no parece, por sí mismo, relevante. En todos los ordenamientos existen normas de Derecho transitorio que establecen una regulación específica y transitoria para el paso del antiguo al nuevo Derecho; es decir, por utilizar una terminología internacionalista, que no resuelven los problemas temporales con «normas de conflicto» (que ordenan la aplicación del antiguo o del nuevo Derecho), sino con «normas materiales» que dan una solución sustantiva específica⁸³.

En este sentido, la función de esa norma material puede ser preparar el terreno para que la nueva normativa pueda desplegar plenamente sus efectos. En nuestro caso, la norma sirve para «limpiar la mesa» de residuos del pasado (i.e. pactos de control sin opa y sin reflejo en el mercado de control) y permitir que la nueva normativa puede aplicarse desde el primer momento del juego por el control de las sociedades, que debe jugarse a partir de ahora con las cartas «boca arriba».

58. La segunda crítica, la sustantiva, aparenta tener más peso, pues aplicada literalmente la Ley de Transparencia llevaría a un resultado aparente-

⁸² La propuesta se contiene en documento núm. COM (2002) 534 final, pg. 9.

⁸³ Esto no es polémico; vid., por todos, y con más referencias, Díez-PICAZO, L. M., *La derogación de las leyes*, 1990, pp. 185 y ss.

mente extraño. Como también se ha anticipado, la DT establece una novedad, la ineficacia de los pactos, que literalmente no se proyecta para el futuro. La objeción, entonces, está servida: ¿qué sentido tiene una regla que constatada la ineficacia de un pacto en el momento de entrada en vigor de la Ley, nada impediría que al día siguiente las partes celebrasen un nuevo pacto de idénticas características y que sería perfectamente válido?⁸⁴. Para salir de esta aparente paradoja, es preciso distinguir algunas cosas.

4. Hacia el pasado: *in claris non fit interpretatio*

59. La DT tercera de la Ley de Transparencia contiene dos normas que se aplican a los pactos celebrados, prorrogados o modificados antes de la entrada en vigor de la Ley⁸⁵. La primera se refiere a los pactos que afecten a más del 5% pero menos del 25% del capital social o los derechos de voto de una sociedad cotizada. Esta norma extiende a los pactos anteriores a la Ley de Transparencia, sean conocidos o no, el deber de comunicación, depósito y publicación de los pactos que versen sobre el ejercicio de los derechos de voto en las juntas generales de las sociedades cotizadas o limiten o condicionen la transmisibilidad de sus acciones. A estos efectos establece el plazo de que disponen para cumplir ese deber y la consecuencia de no hacerlo: la ineficacia de los pactos. El apartado 2.b), por su parte, sirve una función equivalente al art.112.2 III LMV y deja claro que la comunicación, el depósito y la publicación no ponen a salvo estos pactos de la aplicación de otras normas.

60. La segunda se refiere a los pactos que afectan a más del 25% de los derechos de voto de una sociedad cotizada. Si esta acumulación de derechos de votos se hubiera conseguido por vía contractual y sin mediar una opa, la disposición declara su «ineficacia» con la entrada en vigor de la Ley de Transparencia. La finalidad perseguida es coherente con el principio de neutralización que establece la Directiva comunitaria. Los presupuestos de aplicación son razonablemente claros, aunque su redacción en un solo párrafo de cerca de veinte líneas no la hagan apta para una lectura apresurada. Éstos son:

(1) Que el pacto se hubiera celebrado, prorrogado o modificado después de la entrada en vigor de la Ley del Mercado de Valores pero antes de la entrada en vigor de la Ley de Transparencia.

(2) Que el pacto incluya la regulación directa o indirecta de los derechos de voto «en cualquier órgano social» de una sociedad cotizada o restrinja o condicione la libre transmisibilidad de sus acciones.

(3) Que en el momento de la celebración, prórroga o modificación las par-

⁸⁴ Vid., nota 78.

⁸⁵ Vid., partiendo de este mismo planteamiento, ILLESCAS ORTIZ, «La transparencia de las sociedades anónimas cotizadas y los pactos parasociales», *Derecho de los Negocios*, n.º 165, pgs. 5 y ss., pg. 9.

tes fueran titulares, directa o indirectamente, de una participación superior al 25% de los derechos de voto en la sociedad.

(4) Que, en ese mismo momento, el pacto no hubiera sido acompañado de la formulación de una opa, como la que hubiera tenido que formular un tercero que pretendiera adquirir un porcentaje de capital igual al que en su conjunto era titularidad de las partes concertadas.

61. Aunque se han sugerido otras interpretaciones diferentes, ninguna de ellas parece plausible. Como ya se ha dicho, «parece difícil negar que éste sea el único sentido que resulta de su literalidad»⁸⁶. Así la interpretación que sostiene que la DT se refiere sólo a pactos «ocultos» no explica por qué nada se dice al respecto en la propia norma ni concuerda con la política de neutralización de barreras técnicas a las opas, pues en nada cambia su carácter de barrera el hecho de que se mantengan reservados o se hagan públicos; es más, en este caso su efecto disuasivo es aún mayor. La nueva Ley de Transparencia quiere imponer un sistema uniforme de publicidad (o de «*publicidad típica*»), de modo que todos sepan cómo y dónde obtenerla, para permitir su acceso en iguales condiciones para todas las sociedades cotizadas y su «comparabilidad». Para lograr este propósito es manifiesto que la DT debe aplicarse tanto a pactos conocidos como reservados. Tampoco parece defendible la tesis que sostiene que la ineficacia sólo se aplica a los pactos que hubieran infringido un deber de formular opa. El tenor literal no condiciona la ineficacia a la infracción del régimen de opas, sino al hecho de no haber formulado una opa cuando un tercero, para acumular los mismos derechos, hubiera tenido que hacerlo. Además, esa interpretación equivaldría a decir que el legislador se limita a declarar la ineficacia de aquellos pactos que ya serían ineficaces conforme a la legislación anterior⁸⁷, lo cual sería bastante sorprendente. Como se ha llegado a sugerir con acierto, tal interpretación equivaldría en realidad a un «indulto» para los sujetos infractores de la anterior normativa de opas (pues la infracción hubiera debido suponer la aplicación de las correspondientes sanciones)⁸⁸. Ambas interpretaciones alternativas, además, contravienen abiertamente la teleología de la norma (*supra* n^{os} 46-49).

62. Formulada en términos más simples, la disposición transitoria viene a decir lo siguiente: si mediante un pacto dos o más accionistas se concertan en el ejercicio de sus derechos de voto y logran así sumar un porcentaje de

⁸⁶ RECALDE/DE DIOS, loc. cit.; implícitamente, ILLESCAS ORTIZ, loc. cit., pgs. 9-10.

⁸⁷ En la medida en que las partes no podrían ejercer, *ex* artículo 60 III LMV, sus derechos políticos, efecto que no tiene plazo de prescripción. Por eso el argumento de que la disposición transitoria se refiere sólo a aquellos casos en los que hubieran transcurrido los plazos de prescripción o caducidad de las acciones de impugnación de los acuerdos adoptados con su participación carece de sentido (vid. art. 116.1 LSA; además, si se estimasen contrarios al orden público, la acción no caducaría). Lo mismo cabría decir de las sanciones administrativas asociadas, pues pese a su eventual prescripción la pérdida civil de los derechos políticos subsistiría.

⁸⁸ J. GARCÍA DE ENTERRÍA, «Sobre la ineficacia de los pactos parasociales», *El País*, 2 de noviembre de 2003.

derechos de voto (más del 25%) cuya adquisición le hubiera supuesto a un tercero la necesidad de formular una opa, entonces ese pacto es ineficaz si su celebración no va acompañada de una opa. Dicho de otra manera, la disposición transitoria trata a los accionistas que conciertan el ejercicio de sus derechos de voto «como si» fueran una única persona que adquiere esa suma de derechos; y puesto que una única persona hubiera estado obligada a formular una opa para alcanzar esa participación, la disposición no permite que dos personas consigan ese mismo resultado mediante un pacto o concierto por el que suman sus derechos de voto. Por eso lo declara «ineficaz» si no fue acompañado de una opa.

63. En conclusión, hacia el pasado (*i.e.* los pactos celebrados tras la Ley de Mercado de Valores hasta la entrada en vigor de la Ley de transparencia), el sentido de la regla no puede ser razonablemente discutido: los pactos que reúnan las cuatro características antes señaladas son ineficaces. Esto es lo que dice la letra de la Ley y lo que confirma su teleología.

Dicho esto, conviene ponerse de acuerdo sobre un punto antes de continuar. La «máquina del tiempo» aún no se ha inventado, por eso, nuestra vida corriente es una función lineal. Lo mismo sucede aquí. *Un futuro incierto no justifica la reinterpretación de un pasado claro.* Las soluciones normativas hacia el futuro deben interpretarse a la luz de lo que el legislador expresamente nos ha dicho que sucede hacia el pasado, no al revés. Es por ello improcedente como recurso hermenéutico plantear la duda de lo que sucede hacia el futuro para *reinterpretar* lo que está claro hacia el pasado. Actuar así invertiría la función hermenéutica y convertiría en variable dependiente, lo que es la variable independiente.

5. Hacia el futuro: opción de reconstrucción racional

64. Recordemos que uno de los principales argumentos esgrimidos en contra de la DT 3^a.2.c es que puede convertirse en una norma inútil, pues nada impediría que las partes celebrasen al día siguiente un acuerdo de idénticas características que el anterior. Ese precepto vendría así a declarar ineficaces pactos que tanto antes (conforme a la Ley vigente entonces) como después de la Ley de Transparencia reunirían los requisitos legales para ser eficaces, con lo que todo volvería a ser como antes. El legislador habría incurrido así en una clara esquizofrenia: un pacto que conforme a la Ley vigente en su momento de celebración era eficaz, deviene retroactivamente ineficaz (en virtud de la DT 3^a.2.c) pero ese mismo pacto sería eficaz si se volviese a celebrar ahora. Este planteamiento, sin embargo, no puede compartirse. De entrada, porque no refleja la realidad. La norma ha previsto para el futuro las bases de un sistema de «control institucional»: el deber de comunicación de los pactos a la CNMV permite que ésta intervenga para asegurar la correcta aplicación del régimen de opas. Este «control institucional» va a permitir a la CNMV imponer el criterio interpretativo más ajustado al tenor y a la teleología de la norma, *i.e.*, como vamos a ver a continuación, la consideración de que esos pactos obligan a lanzar una opa.

65. En efecto, aunque aceptásemos a efectos argumentativos el planteamiento anterior, ello no debería llevarnos a condenar la DT 3^a. El hecho

de que pueda conducir a un resultado inasumible, no nos obliga a descartar la norma, sino la interpretación que lo propicia. Esto es, nos fuerza a concluir que cualquier otra interpretación alternativa que produzca un resultado lógico debe ser preferida. En la argumentación jurídica hay un superprincipio unánimemente admitido: la «evitación de resultados absurdos». Cuando entre dos interpretaciones posibles una conduce a un resultado absurdo y otra a un resultado racional y coherente con el ordenamiento, debe elegirse la segunda. Especialmente cuando, según se ha insinuado por un sector de la doctrina, la interpretación precedente podría plantear problemas de inconstitucionalidad⁸⁹.

La interpretación paradójica es útil en cuanto fuerza al legislador a evitar las antinomias aparentes y mejorar la seguridad jurídica. Pero no es productiva en el día a día; no sirve para solucionar casos ni orientar la conducta de los operadores. Si cada vez que la legislación no alcanza un nivel óptimo de calidad se concluye con la inconstitucionalidad de las normas, se paralizaría la actividad legislativa. Que el ordenamiento jurídico no es algo «dado y acabado» sino en cambio constante, y que no se desarrolla sin fricciones, omisiones e incluso inconsistencias, es una evidencia que no requiere mayor explicación. También lo es que la seguridad jurídica no es un atributo sólo de las normas singulares, sino también del funcionamiento global del sistema jurídico. En este sentido, forma parte de las tareas institucionales de los tribunales y de organismos llamados a aplicar la ley «reconstruir» de un modo coherente el sistema. A esta interpretación que busca la inserción sin fricciones de las nuevas reglas en el sistema y que se encarga de restablecer su consistencia interna, se la puede calificar de «interpretación institucional», pues es la interpretación que han de seguir los jueces y tribunales llamados a aplicarla⁹⁰.

66. En conclusión: *El pasado está claro y el futuro no puede interpretarse de forma que sea absurdo*; ésta debería ser la línea argumental respetuosa con una norma, la DT 3ª, que fue aprobada en el Senado con sólo 8 votos en contra⁹¹ y posteriormente ratificada por el Congreso.

67. La Ley de Transparencia guarda silencio sobre la eficacia de pactos semejantes a los que declara ineficaces que se celebren después de su entrada en vigor. Pero esto no significa que aquí no ha pasado nada. En primer lugar, los nuevos pactos deben ser valorados según el nuevo «Derecho conjunto» que resulta de la reforma del Decreto de opas y de la Ley de Transparencia en el año 2003, en el marco unificado que proporciona la LMV. En segundo lugar, esta consideración del «Derecho conjunto» tiene también alcance diacrónico: el Derecho de opas anterior debe leerse de la manera más ajustada al nuevo régimen, de forma que prevalezcan las interpretaciones de la normativa «histórica» más consonantes con el dere-

⁸⁹ MIQUEL/SÁNCHEZ-PEDREÑO, «Una Ley de Transparencia que necesita claridad», *Cinco Días*, de 17 de septiembre 2003.

⁹⁰ Es aquí obligada la referencia a CANARIS, *El Sistema en la Jurisprudencia*, 1998, esp. §§ 5 y 6.

⁹¹ Cortes generales. Diario de Sesiones del Congreso de los Diputados, Pleno y Diputación Permanente, año 2003, VII Legislatura, núm. 267, pg. 23914: votos emitidos 299; a favor 288; en contra 8; abstenciones, 3.

cho nuevo. Y, por último, ha de tenerse en cuenta la necesidad de facilitar el «control institucional» por parte de la CNMV: a partir de ahora los pactos deben ser comunicados a la CNMV y ésta tiene la obligación de verificar su legitimidad y las condiciones de su eficacia. La solución interpretativa respetuosa con la decisión legislativa, con su finalidad y coherencia interna y compatible con la declaración de ineficacia de los pactos anteriores, ha sido ya apuntada por la doctrina: o bien se considera que la celebración de pactos de concertación activa la obligación de opa o bien se considera que la celebración de tales pactos sin lanzamiento de opa determina su ineficacia⁹².

68. La vía seguramente más oportuna para leer racionalmente la norma es considerar que el pacto es eficaz pero genera una obligación *ex lege* de lanzar una opa. La función típica que se asigna a una disposición transitoria es regular el pasaje del anterior al nuevo Derecho. La disposición transitoria tercera contiene en realidad, como ya vimos, dos normas. En la primera, la correspondencia es perfecta entre la disposición transitoria y la nueva regulación de la Ley de Transparencia. En la segunda, la disposición transitoria vincula su respuesta a la formulación o no de una opa y la nueva regla debe buscarse también en su relación con el nuevo régimen de opas. También aquí la correspondencia, incluyendo esta vinculación, es visible en el nuevo régimen de la Ley de Transparencia: el artículo 112.2 III salva expresamente la aplicabilidad de otras normas distintas de la propia Ley de Transparencia; entre otras, obviamente, las normas sobre opas.

69. Esta lectura parte de la finalidad general de la reforma conjunta: volver a abrir al mercado de control a aquellas sociedades que lo hubieran cerrado por vía convencional. Este objetivo se logra con la combinación de dos reglas: la DT 3^a.2.c de la Ley de Transparencia y el nuevo Decreto de opas. La disposición transitoria hace la mitad del trabajo: neutraliza los pactos parasociales vigentes hasta su entrada en vigor, en cuanto se hayan constituido en barreras al pleno desarrollo del mercado de control de las sociedades cotizadas. El resto del trabajo se deja a la normativa sobre opas⁹³.

70. Bajo el régimen anterior a la reforma de 2003, las consecuencias de una «actuación concertada» (los pactos parasociales serían una modalidad) de varias personas sobre la obligación de lanzar una opa no eran claras. Las opiniones se dividían entre una interpretación estricta («a la inglesa») del término «adquisición» y del artículo 2 del RD 1197/1991, según la cual era necesario que el acuerdo o concierto se hiciera con vistas a un acto de adquisición («concierto en la adquisición»); y una interpretación amplia («a la francesa») según la cual el «concierto en la actuación» (e.g. un pacto sobre el ejercicio de los derechos de voto para obtener o consolidar el control de una sociedad), es suficiente para, cuando se alcanzan los umbrales

⁹² MIQUEL/SÁNCHEZ PEDREÑO, loc. cit. Para una visión comparada de estas dos alternativas, BOUCOBZA, L'acquisition internationale de société, 1998, pgs. 119-127.

⁹³ Vid., en esta dirección, aunque con alguna diferencia, ILLESCAS ORTIZ, loc. cit., pg. 11.

legales de participación, obligar a formular una oferta pública de adquisición⁹⁴.

71. Pese a que la segunda interpretación se adaptaba mejor a las necesidades del mercado español (el modelo inglés responde a un mercado con estructuras de propiedad difusas), un sector de la doctrina se inclinaba por la primera interpretación, aunque no puede decirse lo mismo de la propia CNMV⁹⁵. No es éste el momento de detenerse sobre esa interpretación, pues la regulación de las opas ha sido modificada y permite corregir parte de sus defectos. Lo que en todo caso parece evidente es que el legislador al formular la disposición transitoria tercera de la Ley de Transparencia y declarar la ineficacia de los pactos anteriores a esta Ley parte de la premisa, una vez vigente el nuevo régimen de opas, de que la celebración de un nuevo pacto de esas características determinará la obligación de lanzar una opa.

72. Bajo esta óptica, el carácter lacunoso de la reforma emprendida por la Ley de Transparencia (y en particular por su disposición transitoria tercera), no es tal. En realidad lo que hay es un *reparto de funciones*. Hacia el *pasado*, la disposición transitoria se encarga de neutralizar las barreras convencionales y facilitar un nuevo «arranque» del mercado de control para sociedades que de otro modo permanecerían invulnerables.

Esta misma idea es considerada necesaria en el contexto Europeo y explica la regla de neutralización del artículo 11 de la Directiva («breaking-through») para evitar aquellas estructuras que perpetúen a firmas nacionales operando dentro de las fronteras nacionales, y que ponen de hecho barreras a la integración del mercado interno europeo; en gráfica expresión, para evitar las «manos muertas del pasado» (COATES).

Hacia el *futuro*, el Decreto de opas, leído a la luz de la Ley de Transparencia, obligará, en los casos apropiados, a presentar una opa a los que se concierten.

73. Esto puede ocurrir por dos razones. La más obvia, porque la nueva normativa aumenta los supuestos de obligación de formular una opa. Así, en relación con el artículo 1 reformado del Decreto 1197/1991 no hay razón para eximir de la obligación de presentar una opa a quienes adquieren acciones y acuerdan posteriormente cooperar para obtener o consolidar el control de la sociedad afectada o una participación significativa. Nuestro

⁹⁴ Y no sólo francesa, vid. en el Derecho austriaco FLEISHER/KALSS, *Das neue Wertpapier-erwerbs- und Übernahmegesetz*, 2002, pp. 174 y ss; o, en otro contexto, el modo en que tribunales americanos llegaron a resultados análogos en CLARK, *Corporate Law*, 1986, pg. 557; aunque no es muy reciente sigue siendo una obra de referencia.

⁹⁵ Vid. J.GARCÍA DE ENTERRÍA, loc. cit., pgs. 76 y ss.; RECALDE/DE DIOS, loc. cit.; la opinión contraria es sostenida por SÁNCHEZ ANDRÉS, voz «OPA», *Enciclopedia Jurídica Civitas*, pg. 4585 y también por la CNMV *apud* ZURITA, en «Diez años de vigencia del Real Decreto 1997/1991 de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores», *Libro Homenaje al Prof. Fernando Sánchez Calero*, 2002, pgs. 3031 y ss., pg. 3044 donde se refiere a la práctica posterior a 1998.

sistema parte de adquisiciones hechas «en un solo acto o en actos sucesivos»; por implicación necesaria, la referencia a actos sucesivos debe comprender adquisiciones anteriores⁹⁶; y la intención de alcanzar el control y designar consejeros queda demostrada por el pacto mismo conforme al cual los accionistas disciplinan el ejercicio de sus derechos de voto en los órganos sociales.

74. Por otra parte, tras la reforma se amplía la obligación de formular una opa a aquellos casos en que de «modo sobrevenido» (y no hay *numerus clausus* de «modos») se haya tomado el control de una sociedad cotizada. El nuevo artículo 3 del Decreto de opas impone, en sus apartados 5 y 6, la obligación de lanzar una opa cuando se haya dado lugar a un cambio de control (*i.e.* al nombramiento de más de la mitad de los miembros del órgano de administración de la sociedad afectada) o se incida de modo significativo en ese control (*i.e.* nombramiento de más de un tercio pero menos de la mitad de esos miembros). Aunque el artículo pone un límite temporal a su aplicación (el supuesto de control debe darse en el plazo de dos años desde que se adquirió la participación en la sociedad afectada), el plazo escogido es lo suficientemente amplio para cubrir el tipo-frecuencia de los pactos «activos» de control. En definitiva, los conciertos en la actuación están comprendidos en la nueva regulación de la opa, aunque bajo otro caparazón (como «pactos ejecutados»): en aquellos casos de toma efectiva del control (*i.e.* el pacto se ejecuta y las partes nombran los consejeros de control), habría obligación de lanzar una opa. Puesto que si hay parasocial de control es inverosímil que no se haya procedido al nombramiento de miembros del consejo de administración, el legislador cree haber cubierto con ello los casos más importantes (*i.e.* el tipo-frecuencia).

Quizás la nueva regulación no proporcione una regulación perfecta del futuro (es decir una satisfacción 100% de los problemas que intenta atajar la citada disposición) y pueda verse como una oportunidad perdida de «completar el trabajo»; pero, en cualquier caso, la nueva regulación justifica la función de neutralización encomendada a la DT tercera de la Ley de Transparencia y el reparto de tareas entre esta Ley y el Decreto de opas.

75. Hay, además, una segunda razón más sutil. Como antes vimos, la disposición transitoria tercera equipara el pacto por el que dos accionistas suman sus derechos de voto con la adquisición por un tercero de una participación equivalente de capital social con derecho de voto. Y puesto que un tercero hubiera tenido que formular una opa para alcanzar esa participación, la disposición no deja valer el pacto si no se hizo una opa equivalente⁹⁷. En

⁹⁶ Así, por ejemplo, en el Derecho italiano la obligación de hacer una opa existe aun cuando la adquisición se hubiera hecho en los doce meses precedentes al acuerdo (art. 109.2 *Testo Unico della Finanza*, modificado en 2004).

⁹⁷ Puesto que es una regla sobre contratos (el pacto parasocial) el legislador declara su ineficacia, «en cuanto a las materias que se refiere el artículo 112.1 de la Ley del Mercado de Valores» (ejercicio de derecho de voto en las juntas generales y limitaciones a la circulación de las acciones), incluida «la regulación directa o indirecta del derecho de voto en cualquier órgano social».

esencia, en la disposición transitoria el legislador asimila a una adquisición de acciones (que es el supuesto-base de la obligación de formular una opa) la celebración de pactos entre accionistas sobre el ejercicio de sus derechos de voto⁹⁸. Obviamente, un legislador cuando dicta normas no opta entre teorías jurídicas, pero se inclina por ellas mediante las consecuencias jurídicas que les atribuye. Desde este punto de vista, parece evidente que la mencionada asimilación proporciona un argumento fuerte para sostener que la disposición transitoria refleja una «interpretación auténtica» del sistema de opas por el legislador que coincide sustancialmente con la interpretación que entiende que, cuando se llega a los umbrales previstos, un acuerdo entre accionistas regulando el ejercicio de sus derechos de voto y la circulación de sus acciones (*i.e.* un concierto en el ejercicio) debe desencadenar, como en el sistema francés, la obligación de formular una opa. O si se quiere, la disposición transitoria tercera serviría de apoyo a una lectura del artículo 2 del Decreto de opas en clave concordante con el artículo 2.1 II del Decreto 377/1991 sobre comunicación de participaciones significativas⁹⁹.

Esta interpretación tiene la ventaja de eliminar contradicciones valorativas de otro modo inexplicables en el sistema español de opas. Por ejemplo sería de difícil justificación que un «*derecho potencial* de voto» (el derivado de obligaciones convertibles, «warrants» u otros títulos que den derecho a

⁹⁸ Esta asimilación presupone que son acuerdos duraderos.

⁹⁹ No hay por qué ocultar que esta construcción plantea el problema de si una obligación tan importante como es la de formular una opa se puede deducir por vía interpretativa o exige una declaración expresa del legislador. La reforma del año 2003 del Decreto de opas ya hemos visto que cubre la mayoría de los supuestos, por lo que esta objeción sólo valdría para los casos que todavía quedaran fuera. Un argumento utilizado en su momento en favor de esta construcción fue la modificación practicada en 1998 del Real Decreto 377/1991 sobre comunicación de participaciones significativas, cuando se introdujo el siguiente precepto: «Se asimilará a una adquisición de acciones, la celebración de acuerdos con otros accionistas en virtud de los cuales las partes queden obligadas a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad». Esta disposición desarrolla el mandato contenido en el artículo 53 LMV. Contra la aplicación de esta misma asimilación legal en sede de opas (*i.e.* en relación con el artículo 60 LMV y los Decretos que lo desarrollan), se alzaron tres argumentos principales, bien resumidos por RECALDE/DE DIOS, *loc. cit.* El primero, relativo a la jerarquía normativa, no tiene en cuenta que esa concreta disposición simplemente transpone al Derecho español una norma contenida en una Directiva comunitaria (Directiva 88/627 del Consejo, art. 7, sustituida por Directiva 2001/34/CE del Parlamento, art. 92) y que la Directiva goza de prioridad sobre las leyes nacionales, incluida la Ley del Mercado de Valores. El segundo argumento resalta que en los textos legales la asimilación se hace sólo «a los efectos» del artículo 53 LMV y que eso impediría su aplicación en casos distintos. Sin embargo, la disposición adicional tercera de la Ley de Transparencia proporciona ahora un argumento legal para explicar el «salto» del artículo 53 al artículo 60 LMV de dicha equiparación. Por último, el argumento derivado del carácter sancionador del título VIII de la LMV no es tampoco decisivo. Como la doctrina penal nos enseña, un precepto sancionador es suficientemente preciso y determinado si se puede deducir un claro fin de protección del legislador y el tenor literal sigue marcando límites a una extensión arbitraria de la interpretación.

la adquisición de acciones), que sólo da lugar a un «control potencial», desencadene la obligación de formular una opa (*vid.* artículo 1 del Real Decreto 1197/1991), pero la suma de «derechos actuales de voto» derivada de un pacto parasocial con el que se logra el «control actual» de la sociedad cotizada no lo genere. O también que el pacto parasocial de control (que es una sociedad interna) no obligue a formular una opa, pero que si las partes utilizan una sociedad externa (*i.e.* una sociedad instrumental como «vehículo» del pacto), sí que estarían obligadas a lanzarla porque en este caso se habría producido formalmente una «adquisición».

76. En definitiva, si describiéramos las cosas en términos de Derecho comparado diríamos que el legislador ha operado hacia el pasado (*ex post*) siguiendo el modelo italiano de «neutralización» de aquellos pactos parasociales susceptibles de bloquear el mercado de control de las sociedades cotizadas, mientras que para el futuro (*ex ante*) ha operado inspirándose en el modelo francés, obligando a formular una opa a quien alcance el control por vía contractual (*i.e.* por un pacto parasocial).

Antes de terminar, es necesario completar este análisis haciendo referencia a una interpretación aún más radical de esta reforma, que, como se ha indicado ya, también ha sido sugerida (alternativamente) por un sector de la doctrina¹⁰⁰. Conforme a la interpretación alternativa, los pactos de control, sin opa, serían *ineficaces*. La vía para llegar a esta conclusión la podría suministrar el principio de igualdad, pues este principio puede operar tanto en función negativa, para excluir la validez de una norma (función en la que se ha concentrado una parte de la doctrina), como en función positiva (como «mandato de analogía») para llenar una laguna legal¹⁰¹. La teoría estándar del Derecho enseña que el principio de igualdad impone en muchos casos el reconocimiento de normas no escritas¹⁰². Este principio facilitaría el «esfuerzo interpretativo» sugerido por la doctrina para «aclarar» la Ley de Transparencia¹⁰³. El círculo de semejanza se puede dibujar sin dificultad. La norma hacia el pasado presupone que el pacto parasocial puede ser un modo de circunvalar el régimen de opas (pues si en lugar de dos accionistas actuando concertadamente se tratara de un tercero, éste estaría obligado a lanzar una opa) y con ello la protección del inversor que ese sistema dispensa (para quien es irrelevante que actúe uno solo o que actúen dos de común acuerdo). En un sistema de «intenciones», como es el de opa obligatoria *a priori* del sistema español, éstas son relevantes y el pacto sobre el ejercicio de los derechos de voto y la limitación de la transmisión no puede ser entendido de otra forma que no sea el de alcanzar el control o una posición significativa de la sociedad cotizada. La norma implícita es la de impedir que «dos actuando como uno» logren lo que uno solo no podría hacer sin lanzar una opa. Por eso, en la misma medida en que la toma de control se haga por pacto en una situación en la que un tercero estaría obligado a formular una opa, el pacto es ineficaz. Esta norma reconduce a las partes que deseen alcanzar el control de una sociedad cotizada hacia el sistema de opas. La ineficacia protege, en último tér-

¹⁰⁰ Vid. MIQUEL/SÁNCHEZ-PEDREÑO, *loc. cit.*

¹⁰¹ Recordemos que la laguna legal puede ser tanto lagunas normativas (no hay una solución) como axiológicas (formalmente puede haber una solución pero es inadecuada), por todos ATIENZA, *Sobre la Analogía en el Derecho*, 1986, pg. 183.

¹⁰² CANARIS, *loc. cit.* pg. 114.

¹⁰³ MIQUEL/SÁNCHEZ PEDREÑO, *loc. cit.*

mino, la concepción de la opa como el «*instrumento necesario y exclusivo*»¹⁰⁴ (salvo por las excepciones que el propio sistema contempla) para adquirir el control de una sociedad cotizada en España; lo cual tras la reforma del Decreto de opas es aún más evidente. La disposición transitoria no «crea» esta concepción, sino que la refleja. Por todo ello parece evidente que el fundamento que legitima la declaración de ineficacia de los pactos anteriores y que reconduce la adquisición del control o una participación significativa al sistema de opas estaba ya implícito en el propio sistema y debe seguir vigente para los pactos posteriores a la Ley de Transparencia.

La ineficacia del pacto cumple así una función de prevención general pues actúa como un desincentivo a su celebración. Si son ineficaces no hay sanción jurídica a su incumplimiento *ex post*. Esto es, cada parte puede desvincularse libremente y votar en sentido contrario al pactado o comprar y vender sus acciones a un tercero. Frente a este escenario, nadie *ex ante* tendría razones para celebrarlos, con lo cual el objetivo legislativo estaría cumplido.

Esta lectura alternativa también podría encontrar argumento a su favor en la Directiva comunitaria sobre opas. Desde el prisma del principio de neutralización de barreras a las opas que incorpora su artículo 11, sería más congruente la regla que declara su ineficacia que la regla contraria (eficacia siempre). Uno de los objetivos de la Directiva es eliminar las barreras que obstaculizan la «disputabilidad» del control. La *ratio* de sus normas es hacer a más compañías vulnerables a las ofertas públicas de adquisición y esta misma política encarna la disposición transitoria de la Ley de Transparencia. La Directiva indica que esa política debe orientar también el futuro. En efecto, la Directiva intenta atajar tanto los acuerdos «activos» o de adquisición como los acuerdos «pasivos» o de estabilización. A los primeros se dirige el artículo 5. Este precepto vale como mínimo común denominador (*i.e.* lo mismo para Inglaterra que para Francia) y permite a los legisladores nacionales establecer reglas adaptadas a las diferentes estructuras de propiedad de cada Estado miembro. Así, Francia puede conservar la regla que obliga a formular una opa en caso de concierto en el ejercicio de los derechos de voto e Italia la suya imponiendo límites a la eficacia temporal de los pactos («debilitando» su utilización como mecanismo estable de control). El artículo 11 hace inoponibles los pactos frente al oferente (que puede ser un accionista de la sociedad opada). De forma transitoria (hasta que se transponga la Directiva), la regla española intentaría comprender ambos supuestos y de ahí que no se elija la inoponibilidad, sino la ineficacia como sanción jurídica. La disposición transitoria respondería así al artículo 5 y al artículo 11 de la Directiva. Al artículo 5 porque se impone la OPA como medio de toma de control de una sociedad y de este modo se ofrece un nivel de garantías suficiente a los accionistas minoritarios; al artículo 11 porque al opante no se le pueden oponer las barreras contractuales acordadas entre socios.

77. Después de estas consideraciones sólo queda insistir en que toda interpretación debe respetar la función hermenéutica: la variable dependiente (el futuro) es función de la variable independiente (el pasado). Lo que no vale es utilizar esta aparente ambigüedad del futuro para revisar lo que está claro (el pasado) o para llevarnos a interpretaciones absurdas.

¹⁰⁴ La expresión es de J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Limitación de voto, Actuación Concertada y Ofertas condicionales: Estudios sobre OPAs (II)*, 2002, p. 52.

V. CONSIDERACIONES FINALES

78. Tal vez se me haya ido la pluma. El propósito general de este trabajo era demostrar la utilidad hermenéutica del «diálogo con las normas comunitarias», incluso cuando es un diálogo anticipado a su entrada en vigor. El ejemplo del régimen normativo aplicable a las opas, y en particular, dentro de él, de un problema conflictual y de un problema material, creo que nos ha servido para demostrar esta tesis. Más que los resultados concretos, la conclusión que debe extraerse es que la atención a lo que el legislador está haciendo «arriba» (en Bruselas) nos puede servir para reconstruir lo que nos encontramos «abajo» (en nuestro país).

Es cierto que esto no excusa al legislador de hacer bien las cosas. Pero sí que contribuye a promover la función institucional de la doctrina. Echar la culpa al legislador suele ser muy cómodo, pero resulta poco útil para la práctica diaria. Las interpretaciones «en negativo», que nos llevan a reglas esquizofrénicas, no ayudan al buen funcionamiento corriente del sistema. Por eso, y en la medida de lo posible, la doctrina debe esforzarse en ofrecer lecturas racionales de las normas y, como hemos visto a lo largo de este trabajo, en la caja de herramientas argumental caben muchas cosas.