

FUSIONES INTERNACIONALES, LIBERTAD DE ESTABLECIMIENTO Y DERECHOS DE LOS ACREEDORES. CUESTIONES ABIERTAS POR LA STJ (SALA TERCERA) DE 7 DE ABRIL DE 2016 (AS. C-483/14, *KA FINANZ AG Y SPARKASSEN VERSICHERUNG AG VIENNA INSURANCE GROUP*)*

INTERNATIONAL MERGERS, FREEDOM OF ESTABLISHMENT AND CREDITOR'S RIGHTS. OPEN QUESTIONS IN THE JUDGMENT OF THE COURT OF JUSTICE (THIRD CHAMBER) OF 7TH APRIL 2016 (AS. C-483/14, *KA FINANZ AG AND SPARKASSEN VERSICHERUNG AG VIENNA INSURANCE GROUP*)

RAFAEL ARENAS GARCÍA

Catedrático de Derecho internacional privado
Universitat Autònoma de Barcelona
orcid ID: 0000-0001-8596-664

Recibido: 00.00.2010 / Aceptado: 00.00.2010

DOI: <https://doi.org/10.20318/cdt.2017.3887>

Resumen: La sentencia *KA Finanz* ofrece al Tribunal de Luxemburgo la oportunidad de pronunciarse sobre varias cuestiones relevantes en materia de fusiones internacionales. En concreto sobre las relaciones entre el Derecho rector de las obligaciones de las que son parte las sociedades que intervienen en la fusión y la que se aplica a esta operación; la determinación del Derecho rector de la fusión y ciertos límites en las posibilidades de regular las garantías de los acreedores en las fusiones internacionales. Además, interpreta qué ha de entenderse por titulares de títulos a los que correspondan derechos especiales (art. 15 de la Directiva 78/855/CEE).

Palabras clave: Derecho de sociedades, libertad de establecimiento, fusiones internacionales, protección de los acreedores.

Abstract: The *KA Finanz* judgment allows the Luxembourg Court to deal with some relevant issues connected to international mergers. Specifically, on the relationship between the laws governing the obligations of which the companies involved in the merger are parties, and the one that applies to the merger; the determination of the law governing the merger and also on certain limits of the national legislators in the regulation of the creditor's guarantees in international mergers. Furthermore, it interprets what is to be understood by holders of securities to which special rights are attached (article 15 of Directive 78/855 / EEC).

Keywords: company law, freedom of establishment, international mergers, protection of the interest of creditors.

* El presente trabajo se enmarca en el Proyecto "Desarrollo del derecho de sociedades en la Unión Europea: libertad de establecimiento, fiscalidad e interacción con los ordenamientos nacionales", Ministerio de Ciencia e Innovación, referencia DER-2013-46535-P, bajo la codirección de los Dres. CARLOS GÓRRIZ LÓPEZ y RAFAEL ARENAS GARCÍA.

Sumario: I. Introducción. II. Operación de fusión y acreedores de la sociedad absorbida: 1. La emisión de bonos por parte de *Kommunalkredit*. 2. Absorción de *Kommunalkredit* por *KA Finanz*. 3. Las cuestiones que ha de resolver el Tribunal de Luxemburgo. III. Fusiones internacionales y Derecho europeo: 1. *Sevic*. 2. Derecho derivado y fusiones internacionales. 3. Significado de la decisión del Tribunal de Luxemburgo en *KA Finanz*: A) Aspectos conflictuales. B) Aspectos materiales. IV. Fusiones internacionales y libertad de establecimiento: 1. Alcance de la libertad de establecimiento en materia societaria. 2. La aplicación necesaria de la normativa relativa a las fusiones internas. V. Conclusión.

I. Introducción

1. La Sentencia del Tribunal de Luxemburgo de 7 de abril de 2016¹ se ha convertido ya en una de las decisiones clave para la regulación de la actividad internacional de las sociedades en el ámbito europeo². En ella el Tribunal de Luxemburgo se enfrentaba a diversos problemas vinculados a una fusión internacional en la que la sociedad absorbente era una sociedad austriaca y la absorbida una filial de la absorbente constituida en Chipre; en concreto, una entidad bancaria³. La sociedad absorbida había emitido en el año 2005 bonos suscritos por una sociedad austriaca, *Sparkassen Versicherung AG Vienna Insurance Group*. De acuerdo con las condiciones de la emisión, la forma y contenido de los bonos, así como los derechos y obligaciones de los bonistas y de la sociedad emisora se regirían por el Derecho alemán⁴. Tras la absorción de la sociedad chipriota por una sociedad austriaca se plantea en qué forma el régimen de dichos bonos ha sido afectado por la operación de fusión y, en concreto, cómo se articulan los Derechos chipriota (el de la sociedad absorbida), austriaco (el de la sociedad absorbente) y el alemán (en principio, tal como veremos un poco más adelante, el Derecho rector de los bonos). El régimen de relaciones entre estos Derechos, así como la forma en que se proyectan sobre los derechos de los acreedores de la sociedad absorbida, puede verse condicionado tanto por el Derecho derivado europeo en materia de fusiones y de fusiones internacionales⁵, como por el regulador de la ley aplicable a las obligaciones contractuales⁶. Además, la normativa sobre libertad de establecimiento también puede resultar

¹ STJ (Sala Tercera) de 7 de abril de 2016, As. C-483/14, *KA Finanz AG y Sparkassen Versicherung AB Vienna Insurance Group*, EU:C:2016:205.

² Vid. L. HÜBNER, “Auswirkungen einer grenzüberschreitenden Verschmelzung auf Anleiheverträge (zu EuGH, 7.4.2016 -Rs. C-483/14 - *KA Finanz AB./ Sparkassen Versicherung AG Vienna Insurance Group*)”, *IPRax*, 2016, año 36, núm. 6, pp. 553-558, p. 553.

³ Los hechos que dan lugar al caso en el que se inserta la decisión del Tribunal de Luxemburgo se encuentran expuestos en los números 16 a 26 de las Conclusiones del Abogado General (Sr. Yves Bot) presentadas el 12 de noviembre de 2015 (EU:C:2015:757). La información de que la entidad chipriota se encontraba participada al 100% por *Kommunalkredit* es aportada por L. HÜBNER (*loc. cit.*, p. 553).

⁴ Vid. el núm. 20 de las Conclusiones (*supra* n. anterior).

⁵ Tercera Directiva 78/855/CEE del Consejo, de 9 de octubre de 1978, basada en la letra g) del apartado 3 del artículo 54 del Tratado y relativa a las fusiones de las sociedades anónimas, *DO* núm. L 295, de 20 de octubre de 1978. Esta Directiva fue sustituida por la Directiva 2011/35/UE del Parlamento Europeo y del Consejo de 5 de abril de 2011 relativa a las fusiones de las sociedades anónimas, *DO*, núm. L 110, de 29 de abril de 2011. También la Directiva 2005/56/CE del Parlamento Europeo y del Consejo, de 26 de octubre de 2005, relativa a las fusiones transfronterizas de las sociedades de capital; así como las normativa nacional que ha traspuesto estas Directivas; normativa que puede consultarse aquí (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/NIM/?uri=celex:31978L0855>) en lo que se refiere a la Directiva 78/855/CEE, y aquí (<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/ES/NIM/?uri=CELEX:32011L0035&qid=1498750933035>, ambos enlaces consultados el 30 de junio de 2017) para la Directiva 2011/35/CE. En la actualidad hay que considerar también la Directiva (UE) 2017/1132 del Parlamento Europeo y del Consejo de 14 de junio de 2017 sobre determinados aspectos del Derecho de sociedades (versión codificada), *DO*, núm. L 169 de 30 de junio de 2017, que codifica las Directivas 82/89/CEE, 89/666/CEE, 2005/56/CE, 2009/101/CE, 2011/35/UE y 2012/30/UE.

⁶ Tal como veremos, el Reglamento (CE) n° 593/2008 del Parlamento Europeo y del Consejo de 17 de junio de 2008 sobre la ley aplicable a las obligaciones contractuales (Roma I), *DO*, núm. L 177 de 4 de julio de 2008. También deberá ser considerado el Convenio de Roma de 1980 sobre ley aplicable a las obligaciones contractuales, antecedente del Reglamento Roma I. La versión consolidada de este Convenio puede encontrarse en el *DO*, núm. C027 de 26 de enero de 1998. Originalmente había sido publicado en el *DO*, núm. 266 de 9 de octubre de 1980. El Instrumento de Ratificación por parte de España del mencionado Convenio fue publicado en el *BOE*, 19-VII-1993; entrando en vigor para España el 1 de septiembre de 1993.

relevante en la configuración del régimen de derechos y obligaciones de las personas que se relacionan con las sociedades que participan en la fusión internacional.

La Sentencia de 7 de abril se ocupa de la mayoría de estos problemas al hilo de las cuestiones prejudiciales planteadas por el *Oberster Gerichtshof* (Tribunal Supremo Civil y Penal) austriaco, y aunque en ocasiones lo hace con una cierta brevedad, los principios que sienta son de una enorme relevancia y probablemente condicionarán la jurisprudencia futura en la materia.

2. A continuación nos ocuparemos, en primer lugar de la operación a la que se refiere la Sentencia para desde ahí pasar al somero examen del contenido de la Sentencia, centrado, sobre todo, en la interpretación del Derecho derivado en materia de fusiones de sociedades y de regulación de la ley aplicable a las obligaciones contractuales. Tras este repaso nos centraremos en la cuestión de las relaciones entre libertad de establecimiento y fusión internacional de sociedades. Un tema que había sido planteado por el órgano jurisdiccional austriaco que formula la cuestión prejudicial que está en el origen de la Sentencia del Tribunal de Luxemburgo; pero que no es abordado por éste.

El Derecho de sociedades permanentemente tiene que determinar en qué forma se relaciona con la parte del ordenamiento jurídico que se ocupa de las relaciones que la sociedad establece con terceros. Esta es, evidentemente, una cuestión clásica e ineludible en el Derecho de sociedades. Esta relación se aprecia en todos los supuestos en lo que se refiere a la identificación de quienes pueden actuar en nombre de la sociedad y cómo se ve ésta afectada por las declaraciones y actuaciones de las personas que actúan en su nombre e interés; pero en los casos en los que se trata de una transformación societaria esta relación se muestra especialmente compleja. Este es justamente el caso del que se ocupa la Sentencia del Tribunal de Luxemburgo de 7 de abril de 2016, pues incide en la forma en que la fusión internacional afecta a las relaciones de la sociedad absorbente con los acreedores de la absorbida; y es por eso que el caso y el tratamiento que de él hace el Tribunal de Luxemburgo han de permitirnos avanzar en la delimitación de ciertos principios societarios de alcance general.

3. Hace varios meses ya realicé un comentario a esta decisión⁷. Me remito a él para evitar la reiteración de los desarrollos relativos a los detalles del caso y para el análisis de las cuestiones que allí habían sido tratadas. De esta forma, en el presente trabajo podré, por una parte, abordar con más detalle la cuestión menos tratada entonces: la incidencia de la libertad de establecimiento en el régimen de las fusiones internacionales y, por otra parte, considerar los comentarios a la decisión publicados en los últimos meses y que por razones temporales no pudieron ser tenidos en cuenta en el artículo publicado en *La Ley Unión Europea*.

La perspectiva que se adoptará se centrará en el Derecho de la UE, que es el ámbito en el que se plantea el litigio; pero no se dejará pasar la ocasión de realizar alguna indicación que pueda ser relevante también en casos en los que no se aplique el Derecho de la UE, sino Derecho interno de los Estados miembros o, incluso, de terceros Estados.

II. Operaciones de fusión y acreedores de la sociedad absorbida

1. La emisión de bonos por parte de *Kommunalkredit*

4. En el año 2005 una entidad austriaca, *Sparkassen Versicherung AG Vienna Insurance Group* suscribió bonos emitidos por un banco establecido en Chipre (*Kommunalkredit International Bank Ltd*) y constituido de acuerdo con el Derecho chipriota⁸. Las condiciones especificaban que el pago de los intereses pactados (del 4,01% y del 3,85%⁹) no serían abonadas más que si los recursos propios de la

⁷ R. ARENAS GARCÍA, “Contratos internacionales y fusiones transfronterizas [Comentario a la STJ (Sala Tercera) de 7 de abril de 2016, As. C-483/14, *KA Finanz AG y Sparkassen Versicherung AG Vienna Insurance Group*]”, *La Ley Unión Europea*, núm. 39, Julio 2016, pp. 122-138.

⁸ *Vid.* <http://cy-check.com/kommunalkredit-international-bank-limited/162296.html>, consultado el 30 de junio de 2017.

⁹ *Vid.* núm. 17 de las Conclusiones del Abogado General en el caso *KA Finanz*, *vid. supra* n. núm. 3.

entidad emisora se mantenían por encima de los niveles mínimos establecidos por las directrices del Banco Central de Chipre¹⁰. Además se especificaba que las obligaciones derivadas de los bonos no se encontraban garantizadas y debían ser consideradas como deuda subordinada de la entidad emisora¹¹. Además, de acuerdo con las condiciones de emisión de los bonos, su forma y contenido, así como los derechos y obligaciones de los bonistas y de la sociedad emisora se regían por el Derecho alemán¹².

La elección de ley que se incluye en las condiciones de emisión de los bonos deberá ser valorada de acuerdo con lo que establezca la normativa que determine cuál es la ley aplicable a la emisión; esto es, la correspondiente a las obligaciones contractuales; pues no debería plantearse duda sobre la naturaleza contractual de las obligaciones que asumen las partes como consecuencia de la adquisición del bono y, en concreto, una vez satisfecho el precio del mismo, las que corresponden a la entidad emisora del bono frente al adquirente del mismo.

5. Si las relaciones entre la entidad emisora del bono y sus titulares han de ser consideradas como contractuales ha de determinarse, asumiendo que el foro relevante se encuentre situado en un Estado miembro de la UE, si resulta aplicable el Reglamento Roma I o su antecedente el Convenio de Roma de 1980¹³. En el caso que nos ocupa, y por razones temporales, sería este último el relevante, y no el primero, ya que el contrato de emisión de bonos fue celebrado en el año 2005 y el Reglamento Roma I solamente se aplica a contratos concluidos a partir del 17 de diciembre de 2009¹⁴. Será, pues, el Convenio el que deberá ser considerado a fin de determinar si el caso entra dentro de su ámbito de aplicación material.

Ninguna duda parece plantearse sobre el carácter contractual de las obligaciones derivadas de la emisión del bono. Nos encontramos ante un acuerdo en el que una de las partes se compromete a abonar una cantidad a otra parte que asume el compromiso de pagar un cierto interés al adquirente del bono en determinadas condiciones. El acuerdo libremente concluido por las partes en el que ambas asumen compromisos de carácter patrimonial no parece dejar muchas dudas del carácter contractual de la relación¹⁵. Sí que podría plantearse, sin embargo, si consideramos que en el curso del litigio en el que se inserta la Sentencia del Tribunal de Luxemburgo de 7 de abril de 2016 se había planteado que estos bonos deberían ser considerados como recursos propios de la entidad emisora; equivalentes en este sentido a participaciones en el capital social¹⁶. De ser así podría resultar que la operación de emisión de bonos pudiera estar incluida en la excepción del art. 1.2.e) del Convenio de Roma, referida al Derecho de sociedades. Según esta excepción, las cuestiones relativas al Derecho de sociedades, asociaciones y personas jurídicas, “tales como la constitución, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución de las sociedades, asociaciones y personas jurídicas, así como la responsabilidad personal legal de los socios y de los órganos por las deudas de la sociedad, asociación o persona jurídica” están excluidas del ámbito de aplicación del Convenio¹⁷. Dado que, tal y como se acaba de indicar, podría plantearse que los bonos

¹⁰ Vid. núm. 18 de las Conclusiones del Abogado General en el caso *KA Finanz* (*supra* n. núm. 3).

¹¹ Vid. núm. 17 de las Conclusiones del Abogado General en el caso *KA Finanz* (*supra* n. núm. 3).

¹² Vid. núm. 20 de las Conclusiones del Abogado General en el caso *KA Finanz* (*supra* n. núm. 3): “De conformidad con los artículos 12, apartado 1, de esas condiciones, la forma y el contenido de los bonos, así como todos los derechos y obligaciones de los bonistas y de la sociedad emisora se regirán por el Derecho alemán”.

¹³ Vid. *supra* n. núm. 6.

¹⁴ Art. 28 del Reglamento: “El presente Reglamento se aplicará a los contratos celebrados después del 17 de diciembre de 2009”.

¹⁵ Como es sabido, no existe una definición de “obligación contractual” ni en el Reglamento Roma I ni en el Convenio de Roma de 1980. Es preciso recurrir a una interpretación autónoma, esto es, que no dependa de las diferentes concepciones de los Derechos internos de los Estados en los que estos instrumentos deberán ser aplicados (*vid.* ampliamente sobre el tema, A.J. BĚLOHLÁVEK, *Rome Convention. Rome I Regulation*, New York, JURIS, 2010, vol. I, pp. 100-107). Esta interpretación autónoma nos conducirá a un concepto amplio de obligaciones contractuales que incluya todas las obligaciones libremente asumidas por una persona frente a otra (*vid.* J. VON HEIN, “Art. 1 Rom I-VO”, en TH. RAUSCHER (ed.), *Europäisches Zivilprozess- und Kollisionsrecht EuZPR/EuIPR Kommentar. 2011 Rom I-VO · Rom II-VO*, Múnich, Sellier, 2011, pp. 52-88, pp. 57-58).

¹⁶ Vid. núm. 30 de la Sentencia *KA Finanz*.

¹⁷ En el Reglamento Roma I se ha modificado la redacción de esta exclusión del ámbito de aplicación. Su tenor en el Reglamento es el siguiente: “las cuestiones pertenecientes al Derecho de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, relativas a cuestiones como la constitución, mediante registro o de otro modo, la capacidad jurídica, el funcionamiento interno y la disolución de sociedades, asociaciones y otras personas jurídicas, así como la responsabilidad personal de los socios y

fueran considerados como capital propio de la sociedad no debe dejarse completamente de lado la posibilidad de que opere la excepción del art. 1.2.e) del Convenio.

De hecho el Tribunal de Luxemburgo, en su sentencia, se ocupa de esta cuestión, la de determinar si los bonos pueden ser considerados o no como fondos propios de la sociedad; pero no para pronunciarse sobre este art. 1.2.e) del Convenio de Roma, sino para interpretar ciertas previsiones de la Directiva sobre fusiones. No llega a ser concluyente el Tribunal en su examen, pues considera que ha de ser el Juez nacional quien haya de pronunciarse sobre este extremo teniendo en cuenta todos los elementos del litigio; pero de su razonamiento se deriva que no parece lo más razonable interpretar que tales bonos son equivalentes al capital social de la entidad¹⁸.

6. En efecto, el que los bonos solamente generen intereses en caso de que los recursos de la entidad emitente superen determinado nivel no implica que tales bonos otorguen derechos equivalentes a aquellos de los que goza un accionista. Tan solo se establece en el contrato que vincula a emisor y a adquirente una condición que se conecta con la situación patrimonial del emisor, sin que esto implique que el bono se integre en el capital social. El hecho de que el bono sea considerado como deuda subordinada y que, por tanto, no pueda ser exigida más que cuando han sido satisfechos los acreedores ordinarios no altera esta situación, pese a que tal carácter subordinado implique que serán considerados como recursos propios a la hora de calcular el nivel de riesgo de la entidad¹⁹. Ahora bien, esta consideración a efectos de la normativa bancaria no altera la naturaleza de la relación entre el adquirente del bono y la entidad emisora, que sigue siendo una relación contractual que no afecta ni a la constitución ni al régimen interno de la sociedad.

Es por lo anterior, que la emisión de los bonos no se ve afectada por la exclusión del art. 1.2.e) del Convenio de Roma. La exclusión de la materia societaria del Convenio de Roma no afecta a los contratos que la sociedad concluya con terceros con el fin de obtener financiación. De hecho, y tal como se deriva del Informe Giuliano/Lagarde sobre el Convenio de Roma²⁰, la exclusión ha de limitarse a la creación de la sociedad, su organización interna y su disolución, así como la responsabilidad de sus socios y administradores en su calidad de tales. Sí que se aplica el Convenio, sin embargo, a los contratos que tengan por objeto la creación de la sociedad y que vinculen a los promotores de la misma²¹. Dado este carácter limitado de la exclusión, se ha interpretado que también las operaciones relativas a participaciones societarias o a la transferencia de los activos de la sociedad están regidas por el Convenio de Roma²².

Así pues, finalmente, pese al carácter subordinado de la deuda representada por los bonos emitidos por *Kommunalkredit*, el Convenio de Roma de 1980 sería aplicable para determinar la ley aplicable al bono emitido. Tal como se ha adelantado, al Tribunal de Luxemburgo no le plantea ninguna duda este extremo.

7. Aplicándose el Convenio de Roma para determinar el derecho aplicable a la relación entre la entidad emisora del bono y el adquirente del mismo, deberemos consultar las previsiones de este Convenio para identificar qué ley regirá los derechos y obligaciones entre ambas partes. Como es sabido, en el

administradores como tales con respecto a las obligaciones de la sociedad u otras personas jurídicas”. Para un análisis de la excepción *vid.* J. VON HEIN, *loc. cit.*, pp. 72-73; D. MARTINY, “Bestimmung des Vertragsstatuts”, en CH. REITHMANN/D. MARTINY (ed.), *Internationales Vertragrecht*, Colonia, Otto Schmidt, 7ª ed. 2010, pp. 23-192, p. 69.

¹⁸ *Vid.* núm. 67 de la Sentencia *KA Finanz*.

¹⁹ De acuerdo con el art. 63 del Reglamento (UE) n° 575/2013 del Parlamento Europeo y del Consejo de 26 de junio de 2013 sobre los requisitos prudenciales de las entidades de crédito y las empresas de inversión, y por el que se modifica el Reglamento (UE) n° 648/2012, *DO*, núm. L 176, de 27 de junio de 2013, los créditos subordinados son considerados como capital nivel 2 de las entidades financieras; precisamente porque no pueden ser exigidos más que cuando hayan sido satisfechos todos los créditos no subordinados.

²⁰ *DO* núm. C 282, de 31 de octubre de 1980.

²¹ *Vid.* núm. 6 del Informe: “Suparagraph (e) provides that the uniform rules shall not apply to questions governed by the law of companies, and other bodies corporate or unincorporate such as the creation by registration or otherwise, legal capacity, internal organization or winding-up of companies, and other bodies corporate or unincorporate and the personal legal liability of officers and members as such for the obligations of the company or body (...) On the other hand, acts or preliminary contracts whose sole purpose is to create obligations between interested parties (promoters) with a view to forming a company or firm are not covered by the exclusion”.

²² *Vid.* J VON HEIN, *loc. cit.*, p. 73.

Convenio prevalece el Derecho designado por las partes, de tal manera que incluyendo las condiciones de emisión del bono la indicación de que será el Derecho alemán el rector, no ha de existir duda sobre la aplicación de la ley alemana en lo que se refiere al contenido de la relación establecida entre emisor y adquirente.

De no haberse incluido la elección de ley hubiera planteado alguna dificultad la concreción del Derecho aplicable. El Convenio de Roma establece que en defecto de ley se aplicará la ley más estrechamente conectada con el contrato, y se presume que dicha ley es la de la residencia habitual de la parte que ha de realizar la prestación característica²³. En los supuestos, como el que nos ocupa, en que las prestaciones de ambas partes son de contenido dinerario la identificación de la prestación característica no es tan sencilla como en los supuestos en los que tiene este carácter la obligación de una sola de las partes (con lo que la característica será la prestación que haya de realizar la otra²⁴). En el que caso que las prestaciones de las dos partes del contrato tengan carácter dinerario ha de acudir a otros criterios; entre ellos el de identificar quién asume un mayor riesgo en la operación²⁵. En el caso que nos ocupa seguramente no es dudoso que quien asume el mayor riesgo es el adquirente del bono, ya que éste pone a disposición del emisor el precio del bono y ha de confiar en que le sea devuelto el principal y pagados los intereses. Además, en este caso quien “remunera” es la entidad emisora, quien mediante el pago de los intereses retribuye a quien le aporta el dinero que incluye en sus fondos.

Ahora bien, siendo cierto lo anterior, no puede desconocerse que la emisión de los bonos presenta vínculos estrechos con el Derecho chipriota. El emisor es una entidad bancaria que actúa en el ejercicio de sus funciones y el pago de los intereses se encuentra condicionado al cumplimiento de las exigencias establecidas por el Banco Central de Chipre. Es cierto que quien adquiere los bonos también lo hace en el marco de su actividad profesional; pero incluso asumiendo un riesgo mayor que el del banco chipriota, parece razonable que sea quien adquiere el bono el que asuma los costes de información sobre el Derecho del Estado de la entidad emisora y no al revés, que sea la entidad emisora la que deba cerciorarse del contenido del Derecho de quien adquiere el bono. Todas estas razones podrían conducir o bien a considerar que la prestación característica en este caso es la que realiza quien emite el bono²⁶ o a que, sin entrar en este debate, se entienda que la operación presenta vínculos más estrechos con el Derecho chipriota que con el austriaco (el del lugar del establecimiento de la entidad que adquiere el bono).

La elección del Derecho alemán evitó en este caso las dificultades que acaban de ser indicadas, pero no pueden dejar de señalarse pues en otros supuestos se puede plantear la misma duda que aquí ha sido apuntada, sin que las partes hayan tenido la previsión de resolver las incertezas en la determinación del Derecho aplicable por medio del mecanismo de la elección de ley²⁷.

8. De acuerdo con el relato de los hechos que recoge la Sentencia del Tribunal de Luxemburgo, a partir del año 2008 *Kommunalkredit* dejó de pagar los intereses acordados ya que esta entidad no cumplía los requisitos mínimos en materia de fondos propios fijados por las Directrices del Banco Central de Chipre²⁸. Esta falta de pago se ajustaba, como hemos visto, a las condiciones pactadas y, por tanto, entraba entre los riesgos que asumía la suscriptora de los bonos, *Sparkassen Versicherung* y que suponían la contraprestación al relativamente alto interés pactado.

²³ Art. 4 del Convenio de Roma.

²⁴ Vid. por todos sobre esto J.C. FERNÁNDEZ ROZAS/S.A. SÁNCHEZ LORENZO, *Derecho internacional privado*, Cizur Menor (Navarra), 9ª ed. 2016, p. 593.

²⁵ Vid. P.A. DE MIGUEL ASENSIO, “Contratación internacional: la evolución del modelo de la Unión Europea”, *Revista mexicana de Derecho internacional privado y comparado*, 2011, núm. 29, pp. 67-89; también accesible en <http://eprints.ucm.es/18064/1/PDeMiguelAsensioContratacRexMeXDIPr2011.pdf>, p. 17, consultado el 30 de junio de 2017.

²⁶ Por identificarse con esta emisión “el centro de gravedad del contrato”. Sobre la identificación de la prestación característica del contrato a partir del centro de gravedad del mismo y sobre la evolución de la concreción de la prestación característica, vid. A.-L. CALVO CARAVACA/J. CARRASCOSA GONZÁLEZ, *Contratos internacionales I*, en *id.* (dirs.), *Derecho internacional privado*, vol. II, Granada, Comares, 16ª ed. 2016, pp. 837-1051, pp. 990-992.

²⁷ Las consideraciones que se acaban de realizar serían también predicables para el caso de que resultara aplicable el Reglamento Roma I, toda vez que en éste no se incluye una previsión específica para este tipo de contrato, por lo que debería aplicarse la ley del Estado de la administración central de la parte que realiza la prestación característica del contrato (art. 4.2 del Reglamento en relación con el 19.1) o por el Derecho más estrechamente vinculado (art. 4.3 del Reglamento).

²⁸ Vid. núm. 24 de la Sentencia *KA Finanz*.

En principio, la falta de pago de los intereses pactados durante el tiempo en que la entidad chipriota no cumpliera con los requisitos relativos a fondos mínimos establecidos por el Banco Central de Chipre no afectaba a la continuidad de la relación entre emisor y suscriptor. Según el artículo 9 de las condiciones de emisión en caso de liquidación o disolución de la sociedad emisora el bonista podría declarar el vencimiento de los bonos y exigir su reembolso inmediato por el precio establecido para la amortización anticipada más los intereses devengados; ahora bien, esta posibilidad no operaba en el caso de fusión, reestructuración o saneamiento²⁹. Es decir, en caso de fusión de la sociedad emisora el bono continuaría siendo eficaz; aunque será preciso determinar en qué forma la operación de fusión afectaría a las relaciones entre adquirente y emisor. En el siguiente epígrafe nos ocuparemos de esta cuestión.

2. Absorción de *Kommunalkredit* por *KA Finanz*

9. De acuerdo con lo que hemos visto en el apartado anterior, es el Derecho alemán el que rige las obligaciones y derechos que se derivan del bono emitido por *Kommunalkredit*. Ahora bien, en 2010 *Kommunalkredit* es absorbida por la sociedad austriaca *KA Finanz*. Esta absorción implica la desaparición de la sociedad chipriota, pero esto no supone que se extinga la relación entre el emisor y el suscriptor de los bonos, y ni siquiera se permite que el suscriptor tenga derecho a la amortización anticipada de los bonos. Es decir, la relación jurídica se mantiene, aunque, evidentemente, alguna alteración se produce en ésta, al menos como consecuencia de que una de las partes de la misma ya no exista.

10. El primer problema que ha de resolverse es el del Derecho rector de la operación de fusión. Tal como veremos, el Tribunal de Luxemburgo tiene que ocuparse de ello ya que ésta es una de las cuestiones planteadas por el tribunal remitente. Éste interroga al Tribunal de Justicia sobre la extensión del Convenio de Roma a las operaciones de reorganización como las fusiones³⁰. En concreto, se trata de determinar si la exclusión del art. 1.2.e) —a la que ya nos hemos referido— alcanza a las operaciones fusión de sociedades. La duda es legítima, puesto que el tenor de la excepción incluye la constitución, funcionamiento interno y disolución de las sociedades; así como la responsabilidad de los socios y órganos de la sociedad; pero no menciona a las operaciones de transformación societaria.

El Informe Giuliano/Lagarde³¹ se ocupa de esta cuestión, e incluye una información relevante, en concreto la de que pese a haberse pedido de forma expresa que las operaciones de fusión fueran expresamente excluidas del ámbito de aplicación del Convenio, se optó por no hacerlo, aunque la mayoría de las delegaciones eran de la opinión de que ya estaban cubiertas por el tenor literal del art. 1.2.e)³². Lo más razonable es interpretar que el Convenio no regula la operación de fusión —y, como veremos en el siguiente epígrafe, ésta es la solución a la que llega el Tribunal de Luxemburgo—, resultando necesario considerar las directivas europeas en la materia y su transposición al Derecho nacional de los Estados miembros.

11. La normativa rectora de la fusión deberá combinarse con la que se aplica a las relaciones de las que es titular la sociedad que desaparece con la fusión, ya que será necesario determinar las alteraciones que la operación implica para tales relaciones. Será imprescindible concretar quién sustituye a la sociedad desaparecida como titular de los derechos y obligaciones que ésta tuviera y, además, hemos de considerar si la transformación societaria afecta de alguna otra forma a tales relaciones.

En materia de fusiones, es particularmente relevante la consideración de la forma en que las regulaciones sobre protección de los acreedores pueden incidir sobre aquellas relaciones jurídicas en

²⁹ Vid. núm. 22 de la Sentencia *KA Finanz*.

³⁰ Vid. núm. 39 de la Sentencia *KA Finanz*. En realidad la pregunta incluía también las escisiones; pero el Tribunal de Luxemburgo se niega a pronunciarse sobre la aplicabilidad del Convenio en relación a estas operaciones porque en el caso concreto no existía ninguna escisión sobre la que tuviera que pronunciarse el tribunal que planteaba la cuestión prejudicial. Como es sabido, las cuestiones prejudiciales han de plantearse en relación a normas que hayan de ser aplicadas por el órgano jurisdiccional requirente y no pueden ser hipotéticas (vid. art. 267 del TFUE).

³¹ Vid. *supra* n. núm. 20.

³² Vid. núm. 6 del Informe: “On the other hand the Group did not adopt the proposal that mergers and groupings should also be expressly mentioned, most of the delegations being of the opinion that mergers and groupings were already covered by the present wording”.

las que las sociedades que intervienen en la fusión adoptan la posición de deudor. Resulta habitual, tal como veremos, que se establezcan normas dirigidas a la protección de tales acreedores, ya que para ellos no resultará irrelevante la modificación de la figura del deudor. Estas normas están incluidas en la normativa europea sobre fusiones; pero se hará necesario articular estas normas con las que rigen las relaciones afectadas por la fusión. En un supuesto interno esta articulación es más sencilla que en un supuesto internacional, en el que pueden ser diferentes Derechos estatales los aplicables a la fusión y a las relaciones en las que las sociedades intervinientes son titulares. La clarificación de esta relación será uno de los puntos clave en la sentencia del Tribunal de Luxemburgo de 7 de abril de 2016.

12. En el caso de la absorción de *Kommunalkredit* por *KA Finanz* hay otro aspecto que ha de ser considerado: como hemos visto las condiciones de emisión del bono indicaban que los intereses no se pagarían si *Kommunalkredit* no cumplía con los requisitos sobre recursos propios establecidos por las directrices del Banco Central de Chipre. La fusión hará que esta condición deba ser revisada, pues *Kommunalkredit* deja de existir. Adelantándonos a lo evidente, es la sociedad absorbente la que sustituye a la absorbida como titular de sus relaciones jurídicas³³; por lo que será *KA Finanz* la que deba pagar los intereses a los que se había comprometido *Kommunalkredit*; ahora bien, ¿debe modificarse la formulación de la condición para interpretar que los recursos que deberán ser considerados son los de *KA Finanz*? ¿Cabría entender que tras la fusión la condición carece de sentido y, por tanto, *KA Finanz* debería asumir el pago de los intereses que *Kommunalkredit* no estaba obligada a satisfacer?

El litigio en el que se inserta la decisión del Tribunal de Luxemburgo de 7 de abril de 2016 tiene su origen, precisamente, en la petición del adquirente de los bonos, *Sparkassen Versicherung AG Vienna Insurance Group*, de cobrar los intereses no abonados durante los años 2009-2010. La Sentencia del Tribunal de Luxemburgo no da excesiva información sobre la base de esta reclamación; pero bien podría basarse en el argumento de que la condición restrictiva del pago de los intereses basada en el incumplimiento del nivel mínimo de recursos exigido por las directrices del Banco Central de Chipre ya no resulta efectiva una vez que *Kommunalkredit* ha sido absorbida por *KA Finanz*.

Al no vincularse la reclamación con la aplicación del Derecho europeo, el Tribunal de Justicia no es cuestionado sobre este extremo; pero no puede dejar de apuntarse que deberá ser el Derecho rector de la emisión, esto es el Derecho alemán, el que determine en qué forma la fusión afecta a la condición pactada. Esto es, si tras la fusión los intereses deberán ser pagados íntegramente por la sociedad absorbente al no tener ya sentido la exigencia de que una sociedad inexistente deba cumplir con los requisitos de solvencia de las directrices del Banco Central de Chipre; si ha de interpretarse que tales requisitos de solvencia deben ser cumplidos por *KA Finanz* o si se ha de integrar dicha condición de otra forma.

3. Las cuestiones que ha de resolver el Tribunal de Luxemburgo

13. Tal como se acaba de indicar, ninguna cuestión prejudicial se plantea directamente en relación a la demanda inicial de *Sparkassen Versicherung* contra *KA Finanz*; pero sí respecto a la petición subsidiaria de esta entidad y a las excepciones planteadas por la demandada.

La demanda subsidiaria presentada por *Sparkassen Versicherung* pretendía que se le concedieran los derechos que prevé el art. 226.3 de la *AktG* austriaca para el caso de que los acreedores de las sociedades afectadas demuestren que la fusión constituye un riesgo para el pago de su crédito; derechos que pueden incluir una compensación por la modificación del derecho o por el derecho en sí mismo. Ante esta pretensión de *Sparkassen Versicherung*, *KA Finanz* alega que los empréstitos adquiridos por la demandante eran fondos propios de la sociedad absorbida que carecían de valor en el momento de la fusión, que habían desaparecido como consecuencia de ésta y que al carecer de valor no generaban derecho alguno de indemnización. La pretensión se completa con la alegación de que los títulos habían perdido su valor como consecuencia de la disminución de recursos del banco emisor –que llegó a tener un capital negativo de mil millones de euros– por lo que habían sido anulados como consecuencia de la

³³ Lo veremos con algo más de detalle en el epígrafe III.2.

fusión sin que, dado su nulo valor, *KA Finanz* tuviera que satisfacer ninguna indemnización a *Sparkassen Versicherung*³⁴.

Las distintas instancias que conocieron del caso interpretaron que los bonos emitidos por la entidad chipriota no constituían títulos participativos de la sociedad y que, por tanto, no habían desaparecido como consecuencia de la fusión. Seguramente, y tal como se ha adelantado en el epígrafe II.1, la confusión existente entre la calificación de la deuda subordinada –como son estos bonos– desde la perspectiva de las exigencias de capital de las entidades de crédito y según la normativa societaria explica que la demandada hubiera pretendido trasladar la calificación bancaria al ámbito societario a fin de llegar a la conclusión de que los bonos adquiridos debían asimilarse al capital social y, por tanto, considerarse extinguidos con el resto de este capital una vez que la entidad había llegado a la situación de tener unos fondos propios negativos, tal como se acaba de indicar³⁵. Como hemos visto, las distintas instancias no aceptaron este razonamiento y mantuvieron que estos bonos no podían ser considerados títulos participativos y, por tanto, habían subsistido a la fusión, aunque quedara pendiente la cuestión de la exigibilidad de los intereses pactados, tal como se ha adelantado.

14. Habiendo llegado el litigio al Tribunal Supremo austriaco éste tiene que pronunciarse ya de manera definitiva sobre las pretensiones de las partes; pero para ello entiende que precisa algunas aclaraciones sobre la interpretación del Derecho europeo, y a este fin plantea la cuestión prejudicial que se convierte en antecedente de la Sentencia de 7 de abril.

El Tribunal austriaco formula siete cuestiones prejudiciales³⁶ que se orientan en dos direcciones distintas: por una parte identificar el Derecho rector de la fusión y su articulación con el Derecho rector de los bonos emitidos y, por otra parte, interpretar los preceptos de las Directivas en materia de fusiones que regulan la protección de los acreedores en este tipo de operaciones. No todas las cuestiones presentadas son aceptadas por el Tribunal de Luxemburgo, quien, además, las reformula con el fin de ofrecer una respuesta clara a las preguntas remitidas por el Tribunal austriaco³⁷.

15. El Tribunal de Luxemburgo aborda las cuestiones prejudiciales planteadas en dos bloques. En el primero se trata de saber qué Derecho rige la forma en que la operación de fusión afecta a los bonos emitidos en su día por *Kommunalkredit* y qué Derecho regirá, en su caso, la extinción o modificación de las obligaciones resultantes de dichos bonos. Además, es preciso concretar qué Derecho regirá los mecanismos de protección de los acreedores invocados con carácter subsidiario por la entidad demandante, *Sparkassen Versicherung*.

En segundo lugar, ha de interpretarse la normativa protectora de los acreedores (el art. 15 de la Directiva 78/855). En el caso concreto se trataba de dilucidar si tal normativa habilitaría a los emisores de los bonos para, tal como pretende la entidad demandada, *KA Finanz*, extinguir dichos bonos con la contraprestación, en su caso, de una indemnización a los titulares. Indemnización que en el caso concreto sería inexistente dado el presunto nulo valor de tales bonos en el momento en el que se produce la fusión.

16. Varias de las cuestiones planteada por el tribunal austriaco no son contestadas por el Tribunal de Luxemburgo. En concreto, se niega a pronunciarse sobre la proyección del Convenio de Roma sobre las operaciones de escisión por tratarse de una pregunta especulativa que no es de necesaria respuesta para la resolución del litigio sobre el que tenía que pronunciarse el órgano jurisdiccional requirente, toda vez que en la operación objeto de controversia no se había producido ninguna escisión³⁸; tampoco responde a las cuestiones relativas al Reglamento Roma I, porque por razones temporales, tal como hemos visto, la normativa aplicable es el Convenio de Roma; y tampoco las que se refieren a la Directiva 2011/35³⁹

³⁴ Vid. núm. 28 de la Sentencia *KA Finanz*.

³⁵ Vid. núm. 28 de la Sentencia *KA Finanz*.

³⁶ Vid. núm. 39 de la Sentencia *KA Finanz*.

³⁷ Vid. núms. 47 y 48 de la Sentencia *KA Finanz*.

³⁸ Vid. *supra* n. núm. 30.

³⁹ Vid. *supra* n. núm. 5.

ya que esta Directiva tampoco resultaba aplicable, por razones temporales, al caso que debía resolver el órgano jurisdiccional remitente⁴⁰.

Pese a que la Sentencia no se pronuncie sobre las cuestiones que se acaban de indicar, dada la sensible coincidencia entre el Reglamento Roma I y el Convenio de Roma en lo que se refiere a las cuestiones relevantes para el caso sobre el que tenía que decidir el Tribunal Supremo austriaco⁴¹ las conclusiones a las que llega el Tribunal de Justicia han de ser trasladables a los supuestos en los que resulte aplicable la normativa más moderna.

En el siguiente epígrafe examinaremos la relevancia de las respuestas del Tribunal de Luxemburgo, teniendo en cuenta el estado de la situación desde la perspectiva del Derecho originario de la UE y la jurisprudencia que lo ha interpretado, así como el Derecho derivado aplicable al caso. La consideración de estos dos factores nos permitirá entender mejor el significado de la Sentencia del Tribunal de Luxemburgo de 7 de abril de 2016.

III. Fusiones internacionales y Derecho europeo

1. *Sevic*

17. La primera decisión del Tribunal de Luxemburgo en materia de fusión internacional de sociedades es la Sentencia *SEVIC*⁴². La decisión se refiere a una fusión intentada en el año 2002 entre una sociedad alemana y una sociedad luxemburguesa. En aquel momento todavía no se había promulgado la Directiva 2005/56/CE sobre fusiones transfronterizas⁴³ y el Derecho alemán no incluía previsiones sobre las fusiones internacionales. El art. 1 de la *Umwandlungsgesetz* tan solo se ocupaba de la fusión entre sociedades domiciliadas en Alemania⁴⁴. La transposición de la Directiva realizada por el legislador alemán en el año 2007 modificó esta situación y en la actualidad la ley alemana sobre transformaciones societarias incluye un título décimo dedicado a las fusiones internacionales de sociedades de capital⁴⁵; pero en el año 2005, ante la inexistencia de esta normativa, era preciso que se concretara en qué forma el Derecho europeo originario afectaba a la interpretación y aplicación de la normativa sobre fusiones.

El resultado fue interpretar que era inadmisibles una normativa como la alemana, que permitía la fusión entre sociedades regidas ambas por el Derecho alemán, pero prohibía esa operación cuando intervenían sociedades domiciliadas en otro Estado miembro. El razonamiento del Tribunal de Luxemburgo fue que estas operaciones son medios eficaces de transformación societaria⁴⁶ y que, por tanto, permitir dicha operación tan solo en los supuestos internos, pero no en los internacionales, suponía una limitación a la libertad de establecimiento que no era compatible con los arts. 43 y 48 del TCE⁴⁷.

18. El hecho de que la Sentencia *SEVIC* coincidiera con la publicación de la Directiva sobre fusiones internacionales, hace que la importancia práctica de la doctrina sentada en la Sentencia quedara

⁴⁰ De acuerdo con el art. 33 de la Directiva, su entrada en vigor se produjo el 1 de julio de 2011. Tal como hemos visto, la fusión entre *KA Finanz* y *Kommunalkredit* se perfeccionó en el año 2010.

⁴¹ Sobre las diferencias entre el Convenio de Roma y el Reglamento Roma I en lo que se refiere a la exclusión de las cuestiones societarias *vid. supra* n. núm. 17. En el caso del art. 15 de las Directivas 78/855 y 2011/35 no hay ninguna diferencia en la redacción del precepto en varias versiones lingüísticas de las mencionadas directivas (inglés y francés, por ejemplo). En la versiones en español de la Directiva sí que hay una diferencia, pero mínima: en la Directiva de 1978 la referencia es a los “poseedores de títulos”, mientras que en la Directiva del año 2011 se mencionan los “tenedores de títulos”.

⁴² Sentencia del Tribunal de Justicia (Gran Sala) de 13 de diciembre de 2005, *SEVIC Systems AG*, As. C-411/03, EU:C:2005:762.

⁴³ *Vid. supra* n. núm. 5.

⁴⁴ *Vid.* núm. 3 de la Sentencia: El precepto disponía que “Los sujetos de Derecho domiciliados en el territorio nacional podrán transformarse 1. Mediante fusión...” La interpretación del precepto era la de que esta referencia impedía las operaciones de fusión en que participaran sociedades no domiciliadas en Alemania (*vid.* núm. 7 de la Sentencia).

⁴⁵ Mediante la segunda ley de modificación de la *Umwandlungsgesetz* y para la transposición de las reglas sobre participación de los trabajadores en las fusiones de sociedades de capital de diferentes Estados miembros, publicada el 24 de abril de 2007, <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=NIM:144325>, consultado el 30 de junio de 2017.

⁴⁶ *Vid.* núm. 21 de la Sentencia *SEVIC*.

⁴⁷ *Vid.* núm. 23 de la Sentencia *SEVIC*.

oscurecida por la aplicación del Derecho derivado. El problema al que daba respuesta la decisión del Tribunal de Luxemburgo, la imposibilidad de que pudieran fusionarse sociedades sometidas a Derechos de diferentes Estados miembros, no existía la establecerse una regulación material que se ocupaba específicamente de dichas operaciones.

La Sentencia, sin embargo, sigue teniendo importancia por el principio que reconoce. La afirmación de que no es compatible con la libertad de establecimiento que el Derecho de un Estado miembro excluya de ciertas operaciones de reestructuración a sociedades domiciliadas en otros Estados miembros resulta relevante. Se trata de una manifestación específica del principio según el cual no es admisible favorecer a las operaciones puramente internas sobre las internacionales, siempre que quien resulte perjudicada sea una entidad que es titular de la libertad de establecimiento⁴⁸ y no existan razones que justifiquen dicha limitación⁴⁹. La proyección de este principio sobre el caso que nos ocupa resultará también relevante, tal como veremos, ya que una de las cuestiones sobre las que se pronuncia el Tribunal de Luxemburgo es la de si cabe ofrecer un tratamiento diferente a las fusiones internacionales y a las fusiones internas. Abordaremos esta cuestión en el epígrafe IV.

19. Aquí, sin embargo, debe ser planteada al menos la cuestión de si la prohibición de limitar a los supuestos internos operaciones societarias que podrían desarrollarse también en el ámbito internacional ha de interpretarse como una prohibición de tratamiento diferenciado entre los casos internos y los internacionales o, por el contrario, con la imposibilidad de ofrecer a los supuestos internacionales un tratamiento peor que a los internos.

La pregunta no es meramente hipotética. En la sentencia *Impacto Azul* se planteó si era compatible con el Derecho de la UE una regulación nacional que ofrecía un trato más ventajoso a las matrices constituidas en el extranjero de sociedades nacionales que a esas mismas matrices cuando estaban domiciliadas en el Estado de la filial (Portugal en aquel caso)⁵⁰. En concreto, se trataba de saber si la normativa portuguesa que preveía que las matrices debían responder de las deudas de sus filiales, pero excluía de dicha responsabilidad a las matrices domiciliadas fuera de Portugal, era compatible con las exigencias derivadas de la libertad de establecimiento que regula el TFUE. La respuesta del Tribunal de Luxemburgo fue la de que no existía dicha incompatibilidad dado que la exclusión no convertía en menos atrayente la libertad de establecimiento garantizada por el Tratado⁵¹.

Es discutible incluso si la Sentencia *Impacto Azul* acertó en la interpretación de la normativa portuguesa cuestionada⁵²; pero con independencia de ello podría plantearse si este trato diferencial entre las situaciones internas e internacionales, pese a aparentemente favorecer a las empresas matrices domiciliadas fuera de Portugal no puede conducir a un tratamiento menos favorable de las operaciones internacionales respecto a las operaciones internas⁵³; pero aquí no nos detendremos en ello. Tan solo lo dejaremos

⁴⁸ Las sociedades constituidas de acuerdo con el Derecho de un tercer Estado no gozan de la libertad de establecimiento. Vid en este sentido la Sentencia *Kronos*, STJ (Sala Primera) de 11 de septiembre de 2014, As. C-47/12, *Kronos International Inc. y Finanzamt Leverkusen*, EU:C:2014:2200.

⁴⁹ Sobre esta posibilidad de restricción basada en razones imperiosas de interés general, vid. en la Sentencia *SEVIC* su núm. 28 con cita de otras decisiones: “No cabe excluir que existan razones imperiosas de interés general, como la protección de los intereses de los acreedores, de los socios minoritarios y de los trabajadores (véase la sentencia de 5 de noviembre de 2002, *Überseering*, C-208/00, Rec. P. I-9919, apartado 92), así como la preservación de la eficacia de los controles fiscales y de la lealtad de las transacciones comerciales (véase la sentencia de 30 de septiembre de 2003, *Inspire Art*, C-167/01, Rec. P. I-10155, apartado 132), que, en determinadas circunstancias y respetando ciertos requisitos, puedan justificar una medida que restrinja la libertad de establecimiento”.

⁵⁰ STJ (Sala Novena) de 20 de julio de 2013, As. C-186/12, *Impacto Azul Lda y BPSA 9 – Promoção de Investimentos Imobiliários SA, Bouygues Imobiliária – SGPS, Lda, Bouygues Immobilier SA, Aniceto Fernandes Viegas, Óscar Cabanez Rodríguez*, EU:C:2013:412.

⁵¹ Vid. núm. 36 de la Sentencia *Impacto Azul*.

⁵² Vid. R. DIAS, “Responsabilidad de la matriz por deudas de la filial y Derecho de la UE”, *Área de Dret Internacional Privat*, blog del Área de Derecho Internacional Privado de la UAB, <http://blogs.uab.cat/adipr/2013/07/24/responsabilidad-de-la-matriz-por-deudas-de-la-filial-y-derecho-de-la-ue/>, consultado el 30 de junio de 2017.

⁵³ Vid. CH. TEICHMANN, “Konzernrecht und Niederlassungsfreiheit. Zugleich Rezension der Entscheidung EuGH, Rs. 186/12 (*Impacto Azul*), *ZGR*, 2014, núm. 1, pp. 45-75, pp. 68-69; P.-H. CONAC, “Droit européen des sociétés. Une législation d’un État membre sur les groupes qui discrimine les sociétés nationales n’est pas contraire à la liberté d’établissement”, *Revue des sociétés*, 2014, núm. 3, pp. 179-185, p. 184; R. ARENAS GARCÍA, “El legislador europeo y el DIPr de sociedades en la UE”, *REDI*, vol. 69, núm. 1, enero-junio 2017, pp. 49-73, pp. 54-55.

apuntado ya que, como veremos en el epígrafe IV, esta es una cuestión que también se plantea respecto a las operaciones de fusión de sociedades y sobre las que se pronuncia la Sentencia que nos ocupa.

2. Derecho derivado y fusiones internacionales

20. El Derecho derivado relevante en materia de fusiones internacionales incluye actualmente la Directiva 2011/35/UE, relativa a las fusiones de las sociedades anónimas y la Directiva 2005/56/CE sobre fusiones transfronterizas de sociedades de capital. La primera sustituyó a la Directiva 78/855/CEE, que es la que resulta aplicable en el caso del que se ocupa la Sentencia del Tribunal de Justicia de 7 de abril de 2016. Además, y tal y como ya se ha indicado, hemos de considerar la Directiva 2017/1132 que codifica el Derecho derivado en materia societaria⁵⁴. En el caso de las fusiones internacionales ambos textos han de ser considerados, ya que el régimen de las fusiones transfronterizas no es materialmente distintos del de las fusiones internas. De hecho, la indicación que se realiza en la Directiva 2005/56/CE es la de que a salvo de que se establezca otra cosas, el régimen aplicable es el propio de una fusión nacional⁵⁵; régimen que en los países miembros de la UE se encuentra armonizado como consecuencia de las Directivas sobre fusiones que acaban de ser mencionadas (Directiva 78/855/CEE y Directiva 2011/35/UE).

Cuando en el año 1978 se promulgó la Directiva sobre fusiones se sentaron las bases para un Derecho común a los Estados miembros de la UE (entonces CEE) en materia de fusiones de sociedades, regulando los distintos tipos de fusiones y el procedimiento para llevar a cabo la operación, incluyendo las garantías que se establecían para los acreedores de las sociedades intervinientes en la operación⁵⁶. Ahora bien, dado que esta Directiva tan solo se ocupaba de las fusiones internas⁵⁷, la regulación de las fusiones internacionales quedaba al margen del Derecho derivado. Esto explica que se hubiera producido la situación de la que se ocupó la Sentencia *SEVIC* y que comentábamos en el epígrafe anterior. De acuerdo con lo que hemos visto, las exigencias derivadas de la libertad de establecimiento impedían que la operación de fusión societaria se limitara a los supuestos puramente internos; pero a la vez, resultaría difícil que sin una normativa que desarrollara el procedimiento de la fusión internacional, ésta pudiera integrarse a partir tan solo de las legislaciones nacionales y del principio establecido en la Sentencia *SEVIC*. La Directiva 2005/56/CE ofreció una solución al problema que se planteaba de la exigencia de admisión de las fusiones internacionales y quizás no sea totalmente casual que la Sentencia del Tribunal de Luxemburgo en este caso fuera posterior en unos semanas a la publicación de la Directiva⁵⁸.

21. La Directiva sobre fusiones internacionales establece la obligación de que los Estado miembros admitan la operación⁵⁹ y se ocupa del procedimiento de fusión teniendo en cuenta las particularidades de las operaciones internacionales de transformación societaria, que involucran autoridades y controlen en más de un Estado. Así, se especifica el contenido del proyecto común de fusión (art. 5) del informe de los órganos de dirección y de administración (art. 7), de los informes periciales necesarios (art. 8) y de la forma en que ha de producirse la aprobación por la junta general (art. 9). Además, se establecen mecanismos que permiten la cooperación entre los distintos ordenamientos que intervienen en

⁵⁴ *Vid. supra* n. núm. 5.

⁵⁵ *Vid.* Cdo. 3 de la Directiva 2005/56/CE: “Con el fin de facilitar las operaciones de fusión transfronteriza, resulta oportuno establecer que, si la presente Directiva no dispone lo contrario, cada sociedad que participe en la fusión transfronteriza, así como cada tercero interesado, sigan estando sometidos a las disposiciones y los trámites de la legislación nacional que serían aplicables en caso de una fusión nacional”

⁵⁶ Arts. 13 a 15 de la Directiva 78/855/CEE.

⁵⁷ *Vid.* el art. 2 de la Directiva: “Los Estados miembros organizarán, para las sociedades sujetas a su legislación, la fusión por absorción de una o varias sociedades por otra y la fusión por constitución de una nueva sociedad”. Como puede apreciarse las obligaciones derivadas de la Directiva se limitan a las operaciones societarias que impliquen a sociedades sujetas todas ellas a la legislación del Estado que regula la operación.

⁵⁸ Tal como ya se ha indicado (*supra* n. núm. 5), la Directiva 2005/56 se publicó en el 25 de noviembre de 2005, mientras que la Sentencia *SEVIC* es de fecha 13 de diciembre de 2005.

⁵⁹ *Vid.* el Cdo. 2 de la Directiva: “La presente Directiva debe facilitar la fusión transfronteriza de sociedades de capital tal como se definen en la misma. La legislación de los Estados miembros debe permitir la fusión transfronteriza de una sociedad de capital nacional con una sociedad de capital de otro Estado miembro si la legislación nacional de los Estados miembros afectados permite las fusiones entre dichos tipos de sociedades”

la operación, en particular en lo que se refiere a la emisión de certificados que prueben que en el Estado de cada una de las sociedades que intervienen en la operación se han desarrollado correctamente las actuaciones necesarias para que pueda perfeccionarse la fusión⁶⁰.

La Directiva, sin embargo, y tal como hemos adelantado, no supone una regulación material diferenciada de las fusiones internas e internacionales, sino que descansa en la aplicación de la normativa de los Estados miembros, aunque dejando en ocasiones abierta la cuestión de qué Derecho nacional deberá aplicarse. Una de las cuestiones en las que se puede plantear esta duda es la de la concreción de los derechos de los acreedores de las sociedades que participan en la fusión. Como sabemos, esta era la cuestión nuclear en el litigio en el que tiene su origen la sentencia del Tribunal de Luxemburgo de 7 de abril de 2016 y donde sienta una doctrina más interesante. En el siguiente epígrafe nos ocuparemos de la forma en que el Tribunal de Justicia aborda esta cuestión.

3. Significado de la decisión del Tribunal de Luxemburgo en *KA Finanz*

A) Aspectos conflictuales

22. De acuerdo con lo que hemos visto, la tarea de interpretación que asume el Tribunal de Luxemburgo en esta decisión se centra en determinar en qué forma la fusión por absorción de una sociedad afecta a los derechos de ciertos acreedores de la sociedad absorbida. Esta cuestión ha de ser respondida tanto desde una perspectiva conflictual como material. Es decir, ha de determinarse cómo se articulan los diferentes Derechos vinculados con el caso (en principio, el Derecho rector de la obligación de la que nace el crédito, el Derecho rector de la sociedad absorbente y el Derecho rector de la sociedad absorbida) y, además, y en tanto en cuanto sea cual sea el Derecho aplicable al final se tratará de la ley de un Estado miembro de la UE, en qué forma ha de interpretarse la normativa europea en materia de protección de los acreedores, que debería haber sido transpuesta por todos los Estados vinculados con el caso.

En este epígrafe nos ocuparemos de las cuestiones conflictuales abordadas por el Tribunal de Luxemburgo, para en el siguiente tratar brevemente de los aspectos sustantivos de la sentencia.

23. Tal como se acaba de indicar, el Tribunal de Luxemburgo ha de determinar en qué forma se articulan los Derechos rectores de la obligación de la que se deriva el crédito de *Sparkassen Versicherung* contra *Kommunalkredit* y los que rigen la operación de fusión. Para ello ha de determinar qué instrumentos han de utilizarse en la determinación del Derecho aplicable a cada una de estas operaciones.

En lo que se refiere al bono emitido en su día por *Kommunalkredit*, el Tribunal de Luxemburgo interpreta que es el Convenio de Roma de 1980 el aplicable⁶¹. Tal como se ha indicado en el epígrafe II.1 podría plantearse la duda de si la emisión como tal está afectada por la exclusión de las cuestiones societarias prevista en el art. 1.2.e) del Convenio de Roma; pero se trata de un problema que ni siquiera es considerado por el Tribunal de Luxemburgo. De esta forma, no plantea duda la aplicación del Convenio de Roma y, a partir de ahí, y en función de la elección de ley incluida en las condiciones de emisión del bono, del Derecho alemán.

24. El punto de partida, por tanto, es el de que en el momento de la suscripción de los bonos, es el Derecho alemán el rector de las obligaciones y derechos que se derivan de ellos. A partir de aquí se trata de determinar en qué forma la operación de fusión podría afectar a dichas obligaciones y derechos regidos, como se acaba de ver, por el Derecho alemán. Para ello ha de determinarse qué Derecho rige la fusión, y para ello el Tribunal de Luxemburgo descarta la aplicación del Convenio de Roma. Tal como vimos en el epígrafe II.1 anterior⁶², podría plantearse la duda sobre si la exclusión de la materia societaria en el art. 1.2.e) incluye o no las fusiones de sociedades. El Informe Giuliano/Lagarde explica que no se quiso incluir expresamente la referencia a las fusiones, pero que la mayoría de las delegaciones entendían que la exclusión alcanzaba a éstas operaciones.

⁶⁰ Vid. los arts. 10 y 11 de la Directiva.

⁶¹ Tal como ya se ha indicado (*supra* epígrafe II.1), el Reglamento Roma I no es aplicable por razones temporales.

⁶² En concreto, en el párrafo 10.

El hecho de que el tenor del Convenio de Roma no incluya referencias a las fusiones y que el Informe Giuliano/Lagarde indique que se había solicitado tal inclusión que finalmente no se realizó deja las puertas abiertas a una duda que el Tribunal de Luxemburgo resuelve con claridad, manteniendo que las operaciones de fusión no están reguladas por el Convenio de Roma⁶³, conclusión que deberá entenderse proyectada también sobre el Reglamento Roma I, dada la similitud entre el tenor de la exclusión de la materia societaria en uno y otro instrumento.

La afirmación del Tribunal de Luxemburgo en relación a esta cuestión es, por tanto, relevante, y una de las aportaciones de la Sentencia; aunque no eliminará totalmente las dudas sobre el alcance real de la exclusión. Tal como habíamos visto⁶⁴, los contratos que vinculen a los promotores de la sociedad y orientados a la creación de ésta no están afectados por lo previsto en el art. 1.2.e) del Convenio de Roma. Es de suponer que este matiz también se extiende a las operaciones de fusión, de tal forma que la exclusión se referiría únicamente a las operaciones con transcendencia societaria directa; esto es, al acuerdo de fusión entre las dos compañías, no a los acuerdos previos orientados a preparar la operación. En el caso que nos ocupa esta distinción no será relevante; pero conviene tenerla en cuenta para otros supuestos en los que deban determinarse los límites del Convenio de Roma (o del Reglamento Roma I) respecto a las operaciones societarias.

25. En relación al caso que nos ocupa, sin embargo, la distinción anterior, tal como se ha indicado, no será relevante toda vez que de lo que se trata es de determinar cómo se articula el Derecho rector del bono con la normativa que regula los efectos de la fusión, no los acuerdos previos a su perfeccionamiento, y en relación a esta materia la exclusión del Convenio de Roma parece clara. La no aplicación del Convenio de Roma facilita la implementación de la normativa que resulta de las Directivas relativas a fusiones que ya examinamos en el epígrafe III.2 anterior. De existir normativa conflictual relevante para el caso, sería preciso estudiar la articulación de dicha normativa con las mencionadas Directivas, pero excluida la aplicación del Convenio de Roma puede pasarse directamente a la consideración de aquéllas.

El Tribunal de Luxemburgo es lo que hace, examina estas Directivas para, a partir de este examen determinar en qué forma la fusión afecta a las obligaciones de las que son parte las sociedades que participan en la fusión. De este examen resulta que la fusión tiene como efecto que la sociedad resultante de la fusión (la sociedad absorbente en el caso que nos ocupa) sucede a la absorbida en sus derechos y obligaciones⁶⁵, lo que trae como consecuencia que la fusión no modifica la ley aplicable a los contratos que hubiera concluido la sociedad absorbida⁶⁶. La conclusión es relevante, pues aunque es, desde luego, lógica, no viene expresamente establecida en las Directivas sobre fusiones, sino que se trata de una consecuencia –a juicio del Tribunal de Luxemburgo– de la previsión del art. 14.2.a) de la Directiva 2005/56/CE, que prevé la transmisión íntegra a la sociedad absorbente del activo y pasivo de la sociedad absorbida. De esta transmisión íntegra el Tribunal deduce que la fusión no produce ni extinción ni novación de las obligaciones de la sociedad absorbida. Es decir, se transmiten a la sociedad absorbente sin modificación alguna; más allá –es de suponer– que el cambio en el sujeto titular de los derechos y obligaciones. En el planteamiento del Tribunal de Luxemburgo esta consecuencia se impone directamente a través de las Directivas en materia de fusiones (y su transposición nacional, claro) y sin consideración de lo que establezca el Derecho rector del contrato o relación jurídica, lo que resulta intuitivamente correcto; pero quizás hubiera sido conveniente un mayor desarrollo de la justificación del mismo.

Efectivamente, si el contrato se rige por el Derecho establecido en el Convenio de Roma, y aunque no se recoja expresamente en su texto, se ha interpretado que la *lex contractus* también rige las

⁶³ Vid. el número 52 de la Sentencia *KA Finanz*.

⁶⁴ *Supra* párrafo núm. 6.

⁶⁵ Vid. núm. 57 de la Sentencia *KA Finanz*: “Por lo que respecta al efecto de tal operación, del artículo 14, apartado 2, letra a) de dicha Directiva [la Directiva 2005/56/CE] resulta que la fusión transfronteriza producirá, a partir de la fecha de efecto de dicha fusión, la transferencia de la totalidad del patrimonio activo y pasivo de la sociedad absorbida a la sociedad absorbente”.

⁶⁶ Vid. núm. 58 de la Sentencia *KA Finanz*: “Así pues, una fusión por absorción implica que la sociedad absorbente adquiere la sociedad absorbida íntegramente, sin la extinción de las obligaciones que provocaría una liquidación, y produce, sin novación, la subrogación de la sociedad absorbida por la sociedad absorbente como parte en todos los contratos celebrados por aquélla. Por consiguiente, la ley que era aplicable a esos contratos antes de la fusión sigue siendo la ley aplicable tras dicha fusión.”

modificaciones de éste⁶⁷, con lo que esta *lex contractus* también debería ser tenida en cuenta para los cambios en la posición de parte de la relación⁶⁸. De esta forma, no debería ser ajeno al estatuto contractual el cambio en la posición de deudor que se deriva de la fusión. Esta, como vemos, es una perspectiva que no considera el Tribunal de Luxemburgo, quien se apoya directamente en el contenido de la Directiva sobre fusiones internacionales para concluir que la fusión supone el cambio mencionado en el contrato, sin atender en absoluto a las previsiones de la *lex contractus*. Esta es una consecuencia relevante de la Sentencia de 7 de abril de 2016 y queda por saber si esta conclusión sería extrapolable a supuestos en los que la modificación respecto a la condición de obligado se derivara de una operación societaria en la que no resultara aplicable el Derecho derivado de la UE⁶⁹. En este supuesto ya no sería posible recurrir a una hipotética aplicación directa del Derecho derivado y sería necesario determinar en qué forma se articulan el estatuto contractual y societario. Seguramente resultaría aconsejable mantener que las previsiones societarias sobre transferencia del activo y pasivo de la sociedad absorbida a la sociedad absorbente serían aplicables con independencia de lo que estableciera el Derecho rector del contrato u obligación de que se tratara. Cuando el estatuto contractual viniera regulado por el Convenio de Roma de 1980 o por el Reglamento Roma I este resultado podría alcanzarse considerando que la exclusión de las cuestiones societarias, incluidas las transformaciones societarias, incluye también los efectos de estas transformaciones sobre el estatuto contractual. A partir de aquí debería determinarse la articulación entre un estatuto y otro (estatuto contractual y societario) de acuerdo con las reglas habituales en materia de calificación; en este caso dando preferencia a la calificación societaria en lo que se refiere a la forma en que las partes del contrato se ven alteradas como consecuencia de una transformación societaria. Este principio parece ínsito en el razonamiento del Tribunal de Luxemburgo y resulta también de necesaria consideración para el siguiente problema del que deberemos ocuparnos: el régimen de protección de los acreedores en el proceso de fusión.

26. De acuerdo con lo que se acaba de ver, la ley rectora del bono emitido por *Kommunalkredit* no se modifica como consecuencia de la absorción de esta sociedad por *KA Finanz*; pero sí que se altera la persona del obligado, y eso como consecuencia de lo establecido en la normativa europea sobre fusiones. Sin explicitar totalmente su razonamiento, el Tribunal de Luxemburgo mantiene la necesidad de que lo establecido en dicha normativa sobre las consecuencias de la fusión sea aplicado, con independencia de lo que establezca la *lex contractus*.

Esta misma preferencia de la normativa societaria en materia de fusiones se aprecia en lo que se refiere a la protección de los acreedores como consecuencia de la operación. Tal como ya se ha indicado, una de las cuestiones reguladas por el Derecho derivado en materia de fusiones es el régimen de protección de los acreedores de las sociedades que intervienen en la operación⁷⁰. En concreto, los arts. 13 a 15 de la Directiva 78/855/CEE establecen la obligación de las legislaciones de los Estados miembros de regular un sistema de protección adecuado para los acreedores de las sociedades que se fusionan. Como mínimo estas legislaciones han de prever que los acreedores obtendrán garantías adecuadas cuando la situación financiera de las sociedades que se fusionan haga necesaria esa protección y sus créditos no tengan ya esas garantías. Además se regula también la protección de los obligacionistas y de quienes tengan títulos distintos de las acciones a los que se atribuyan derechos especiales. La obligación contenida en la Directiva es la misma para todos los Estados miembros, pero la transposición de la misma variará en cada país, por lo que resulta relevante conocer cuál será el Derecho que regirá esta protección del acreedor, normativa societaria que, además, tal como hemos visto, tendrá la capacidad de incidir en

⁶⁷ Vid. J.C. FERNÁNDEZ ROZAS/S. SÁNCHEZ LORENZO, *op. cit.* n. núm. 24, p. 603.

⁶⁸ Vid. D. MARTINY, "Geltungsbereich des Vertragsstatuts", en CH. REITHMANN/D. MARTINY (eds.), *op. cit.* n. núm. 17, pp. 193-320, pp. 201 y 237. L. HÜBNER (*loc. cit.* n. núm. 2, p. 555) mantiene, sin embargo, que esta cuestión está excluida del estatuto contractual.

⁶⁹ Porque, por ejemplo, la sociedad absorbente o absorbida no estuviera domiciliada en un Estado miembro de la UE.

⁷⁰ Vid. *supra* párrafo núm. 11. Esta solución resulta adecuada. Si la protección de los acreedores en caso de fusión variara en función del Derecho rector de la operación de la que surge el crédito se dificultaría enormemente este tipo de operaciones, *vid.* F.J.GARCIMARTÍN ALFÉREZ, "Universal versus individual transfer of assets and liabilities. A Conflict-of Laws Perspective", en J. SCHMIDT/C. ESPLUGUES/R. ARENAS GARCÍA (eds.), *EU Law after the Financial Crisis*, Cambridge/Amberes/Portland, Intersentia, 2016, pp. 211-225, esp. p. 219.

el régimen de la relación jurídica de la que se derive el crédito al margen de lo que establezca la ley que rijan dicha relación (la *lex contractus* si se trata de una obligación contractual).

La solución que aporta el Tribunal de Luxemburgo, extraída del Considerando 3 y del art. 4 de la Directiva 2005/56/CE es la de que dicho Derecho es el rector de la sociedad deudora⁷¹. Tal como hemos visto, ese Cdo. 3 prevé que en las fusiones internacionales, a aquello que no esté regulado por la Directiva se le aplicará la normativa nacional sobre fusiones de cada sociedad participante. El art. 4, a su vez, especifica que cada sociedad que participe en la fusión deberá cumplir con las obligaciones y trámites previstos en el Derecho al que esté sujeta. La combinación del Cdo. y del artículo nos conducen sin excesivas dificultades a la aplicación, en lo que se refiere a la protección de los acreedores, del Derecho de la sociedad deudora, tal como correctamente interpreta el Tribunal de Luxemburgo.

27. La afirmación del Tribunal de Luxemburgo tiene, además, otra virtualidad: la de indicar que la normativa sobre protección de los acreedores que ha de aplicarse es precisamente la misma que en las fusiones internas. Así se deduce de la indicación de que la normativa que ha de aplicarse es la misma que debería considerarse en el caso de una fusión nacional. Es decir, no solamente se determina que la ley aplicable a la protección de los acreedores ha de ser la de la sociedad deudora, sino que, además, se prevé que esta normativa no ha de presentar diferencias entre las fusiones internas y las internacionales. En el epígrafe IV deberemos volver sobre esta cuestión.

La precisión del Tribunal es relevante porque en algunos Estados se había planteado una regulación diferenciada para la protección de los acreedores en las fusiones internacionales y en las internas. Esto había sido criticado por la doctrina, por implicar una restricción a la libertad de establecimiento –de lo que nos ocuparemos en el epígrafe IV– bastando aquí señalar que la decisión del Tribunal de Luxemburgo parece cerrar esta posibilidad⁷².

B) Aspectos materiales

28. La sentencia de 7 de abril de 2017 no se limita a determinar qué Derecho ha de regir la obligación derivada de los bonos emitidos por la sociedad chipriota y qué Derecho ha de regir la forma en que la absorción de la sociedad emisora por una sociedad austriaca afecta a los derechos de los acreedores de la sociedad absorbida, sino que también se le pide que interprete un precepto concreto de la Directiva 78/855/CEE, su art. 15, que regula los derechos de quienes poseen títulos distintos de las acciones a los que corresponden derechos especiales. La transposición al Derecho austriaco de este precepto se realizó mediante el art. 226.3 de la *Aktiengesetz*⁷³ y éste precepto es el que es utilizado por el demandado para pedir que se declare que los derechos respecto a los bonos se extinguieron como consecuencia de la fusión⁷⁴ como por el demandante para exigir una compensación por su extinción⁷⁵.

La interpretación de este precepto exige considerar dos aspectos diferentes: por una parte, si los bonos pueden ser considerados como títulos distintos de las acciones a los que corresponden derechos especiales. Por otra parte, si habilita para que el emisor de los títulos los cancele como consecuencia de la fusión. Esta última cuestión no da cuenta completa del debate entre demandado y demandante en relación al art. 226.3 de la *Aktiengesetz* austriaca; pero hemos de recordar que la cuestión prejudicial tan solo pretende que se aclare la interpretación de los preceptos de Derecho europeo relevantes para el caso, no

⁷¹ Vid. número 60 de la Sentencia *KA Finanz*: “Por lo que respecta a la protección de los acreedores en una fusión transfronteriza que invoca la Sparkasse Versicherung en su pretensión subsidiaria, hay que señalar que del considerando 3 y del artículo 4 de la Directiva 2005/56 resulta que una sociedad que participe en una fusión transfronteriza sigue estando sometida, en cuanto a la protección de sus acreedores, a las disposiciones y a los trámites de la legislación nacional que sería aplicable en una fusión nacional.”

⁷² Vid. J. SCHMIDT, *Cross-border mergers and divisions, transfers of seat: Is there a need to legislate?*, European Parliament. Directorate General for Internal Policies. Policy Department C: Citizen’s rights and constitutional affairs, 2016, p. 18 ([http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2016/556960/IPOL_STU\(2016\)556960_EN.pdf](http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2016/556960/IPOL_STU(2016)556960_EN.pdf), consultada el 30 de junio de 2017).

⁷³ Vid. número 18 de la Sentencia *KA Finanz*.

⁷⁴ Petición subsidiaria a su alegación principal que, como hemos visto (*supra* párrafo núm. 13) es la de que se trataba de fondos propios de la entidad que, por su propia naturaleza, no podían sobrevivir a la fusión.

⁷⁵ Vid. apartado 26 de la sentencia *KA Finanz*.

una completa resolución del litigio. Es por eso que de las distintas cuestiones relativas a este precepto (la cuestión del cálculo en su caso de la indemnización que debería satisfacerse por la cancelación de los bonos, por ejemplo) tan solo las señaladas serán objeto de atención por el Tribunal de Luxemburgo.

29. En lo que se refiere a la determinación de si los bonos objeto del litigio han de ser considerados como títulos distintos de las acciones que otorguen derechos especiales la respuesta del Tribunal no es concluyente, pues este extremo solamente puede verificarse a la luz de circunstancias de hecho que corresponde valorar al tribunal nacional⁷⁶. Ahora bien, avanza que no parece que los bonos puedan ser incluidos en dicha categoría pues ésta ha de limitarse a las obligaciones convertibles en acciones, las obligaciones a las que corresponden derechos de suscripción preferente, las obligaciones participativas en beneficios y los derechos de suscripción. Los bonos no implican participación en beneficios ni pueden convertirse en capital social, por lo que deberían ser excluidos de la previsión del art. 15 de la Directiva⁷⁷.

Sí que es concluyente el Tribunal en el segundo de los aspectos que deben ser considerados en la interpretación del art. 15 de la Directiva, el relativo a la posibilidad de que los títulos fueran rescindidos por el emisor de los mismos y no por el adquirente. El Tribunal de Luxemburgo niega esta posibilidad afirmando que el art. 15 otorga derechos a los propietarios de los títulos, no a quienes los han emitido, por lo que en ningún caso *KA Finanz*, sucesora de la emisora, *Kommunalkredit*, podría haberlos anulado como consecuencia de la fusión. Una solución que parece razonable y que obligará al Tribunal austriaco a interpretar en este sentido la norma nacional que traspuso la Directiva.

30. Volviendo a las consideraciones conflictuales, no puede dejar de señalarse que es quizás sorprendente que la interpretación se haga de la normativa austriaca y no de la chipriota. Como se recordará, el Tribunal de Luxemburgo había indicado que los derechos de los acreedores deberían ser los que corresponderían en el caso de una fusión nacional; esto es, para el supuesto de que fuera una sociedad sometida a la legislación de Chipre la que absorbiera a la emisora de los títulos. De esta forma, sería el Derecho chipriota el aplicable⁷⁸.

El Tribunal de Luxemburgo está condicionado por la cuestión prejudicial planteada, y la aplicación del Derecho austriaco y no del chipriota puede derivarse de las particularidades del *iter* procesal seguido en Austria. Por otra parte, el Tribunal de Luxemburgo no ha de interpretar el Derecho austriaco, sino la Directiva europea. Ahora bien, también hubiera sido posible haber desestimado la cuestión relativa a la adecuación del art. 226.3 de la *Aktiengesetz* por considerarlo no aplicable al caso; pero esto hubiera obligado al Tribunal de Justicia a pronunciarse sobre el carácter imperativo de la aplicación del Derecho extranjero reclamado ante los tribunales de un Estado miembro, cuestión que sigue abierta en el Derecho de la UE⁷⁹.

IV. Fusiones internacionales y libertad de establecimiento

1. Alcance de la libertad de establecimiento en materia societaria

31. La cuarta cuestión prejudicial planteada por el *Oberster Gerichtshof* austriaco pretendía que el Tribunal de Luxemburgo se pronunciara sobre si del Derecho europeo originario (libertad de establecimiento, libre prestación de servicios o libre circulación de capitales y pagos) se derivaba alguna obligación en relación a la aplicación del Derecho de la sociedad absorbida o absorbente a las operaciones de fusión⁸⁰. La pregunta es pertinente, como veremos, pero el Tribunal de Luxemburgo no llega a responderla. La agrupa con las cuestiones prejudiciales primera y quinta y da una respuesta conjunta en

⁷⁶ Vid. núm. 67 de la Sentencia *KA Finanz*.

⁷⁷ Vid. núm. 65 de la Sentencia *KA Finanz*.

⁷⁸ En este mismo sentido, vid. L. HÜBNER, *loc. cit.* n. núm. 2, p. 557.

⁷⁹ Vid. A.-L. CALVO CARAVACA, "Aplicación judicial del Derecho extranjero en España. Consideraciones críticas", *REDI*, vol. 68/2, julio-diciembre 2016, pp. 133-156, pp. 135-138.

⁸⁰ Vid. núm. 39 de la Sentencia *KA Finanz*.

relación a la ley aplicable a las obligaciones derivadas de los bonos emitidos por la sociedad absorbida y la forma en que pueden verse afectados por la fusión; respuesta que no considera las exigencias de la libertad de establecimiento, sino que resuelve a partir de la consideración del Convenio de Roma y de las Directivas en materia de fusiones, tal como vimos en el epígrafe III.

Esta ausencia de referencia a las exigencias derivadas de la libertad de establecimiento es significativa, como también lo es que, tal como hemos visto, la sentencia sí se ocupe de una cuestión vinculada con la libertad de establecimiento y que, sin embargo, no le había sido planteada directamente; en concreto la de saber si pueden existir diferencias en cuanto a la protección de los acreedores en las fusiones internas e internacionales. A continuación nos ocuparemos de estas cuestiones tras realizar un somero repaso a la doctrina sentada por el Tribunal de Luxemburgo en materia de libertad de establecimiento de sociedades, ofreciendo así un contexto a la sentencia de 7 de abril de 2016.

32. El Tribunal de Luxemburgo ha construido una rica doctrina en materia de DIPr de sociedades a partir de las exigencias derivadas de la libertad de establecimiento. Desde la Sentencia *Centros* del año 1999⁸¹ o incluso antes, con la Sentencia *Daily Mail* de 1988⁸² se ha ido desarrollando un sistema regulador de la actividad internacional de las sociedades con cierta complejidad y matices que descansa tan solo sobre la previsión que ahora contiene el art. 54.1 del TFUE⁸³. De dicha regulación se desprende que las sociedades válidamente creadas en un Estado miembro han de ser reconocidas en el resto de Estados miembros y, además, en principio el Derecho que habrá de aplicarse en todas las cuestiones de carácter societario es, precisamente el Derecho del Estado de constitución⁸⁴. La aplicación de un Derecho diferente al del Estado de constitución tan solo será posible si dicha aplicación se encuentra justificada por razones de interés general, es adecuada y proporcional al fin pretendido, no es discriminatoria y no existen alternativas a dicha aplicación menos gravosas para la libertad de establecimiento⁸⁵. Además, en lo que se refiere a la transformación societaria, ya hemos visto cómo la Sentencia *SEVIC* había establecido que no es posible limitar las operaciones de fusión a los casos internos, de tal manera que si es admisible la operación respecto a sociedades constituidas de acuerdo con el Derecho del Estado que ha de pronunciarse sobre la fusión, también ha de ser posible si intervienen sociedades constituidas en otros Estados miembros. Esta misma idea, se encuentra en la Sentencia *VALE* en relación a la transferencia internacional del domicilio social⁸⁶ y volveremos sobre ella enseguida en relación a la Sentencia *KA Finanz*. Finalmente, en la Sentencia *Cartesio*⁸⁷, si bien en un *obiter dicta* el Tribunal estableció que las sociedades constituidas en un Estado miembro tienen derecho a transformarse en sociedades regidas por el Derecho de otro Estado miembro⁸⁸.

Éste es el contexto en el que se inserta la cuestión planteada por el Tribunal Supremo austriaco en el caso *KA Finanz*. Dada la relevancia que el derecho a la libertad de establecimiento tiene en relación

⁸¹ STJ de 9 de marzo de 1999, As. C-212/97, *Centros Ltd. y Erhvevs-og Selskabsstyrelsen*, EU:C:1999:126.

⁸² STJ de 27 de septiembre de 1988, As. C-81/87, *The Queen y H.M. Treasury and Commissioners of Inland Revenue, ex parte Daily Mail and General Trust PLC*, EU:C:1988:456.

⁸³ “Las sociedades constituida de conformidad con la legislación de un Estado miembro y cuya sede social, administración central o centro de actividad principal se encuentre dentro de la Unión quedarán equiparadas, a efectos de aplicación de las disposiciones del presente capítulo, a las personas físicas nacionales de los Estados miembros”.

⁸⁴ *Vid.* sobre la delimitación material de esta llamada a la legislación del Estado de constitución de la sociedad M. GARDEÑES SANTIAGO, “Observaciones acerca del establecimiento transfronterizo de sociedades en la Unión Europea”, en C. GÓRRIZ LÓPEZ/R. ARENAS GARCÍA (coords.), *Libertad de establecimiento y Derecho europeo de sociedades. Cuestiones fiscales, mercantiles e internacionales*, Barcelona, Atelier, 2017, pp. 45-71, pp. 65-68.

⁸⁵ Para una valoración de conjunto de la jurisprudencia del Tribunal de Luxemburgo en materia de DIPr de sociedades me remito a R. ARENAS GARCÍA, “Sombras y luces en la jurisprudencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea en materia de DIPr de sociedades”, en C. ESPLUGUES MOTA/G. PALAO MORENO (eds.), *Nuevas fronteras del Derecho de la Unión Europea. Liber Amicorum José Luis Iglesias Buhígues*, València, Tirant lo Blanch, 2012, pp. 739-759; *id.*, “Lex societatis y derecho de establecimiento”, en R. ARENAS GARCÍA/C. GÓRRIZ LÓPEZ/J. MIQUEL RODRÍGUEZ (coords.), *Autonomía de la voluntad y exigencias imperativas en el Derecho internacional de sociedades y otras personas jurídicas*, Barcelona, Atelier, 2014, pp. 127-169.

⁸⁶ STJ (Sala Tercera) de 12 de julio de 2012, As. C-378/10, *VALE Építési Kft*, EU:C:2012:440. Sobre la necesidad de dar a las transferencias internacionales de domicilio social un trato equivalente a las transferencias internas *vid.* el núm. 56 de la Sentencia.

⁸⁷ STJ (Gran Sala) de 16 de diciembre de 2008, As. C-210/06, *Cartesio Oktató és Szolgáltató bt*, EU:C:2008:723.

⁸⁸ *Vid.* los núms 111 a 113 de la Sentencia *Cartesio*.

al Derecho de sociedades en la UE resulta lógico interrogar al Tribunal sobre la posible incidencia de tal libertad de establecimiento en relación al caso planteado. Quizás las referencias a la libre prestación de servicios y a la libre circulación de capitales requerirían alguna justificación adicional, pues si bien se trata de libertades que en ocasiones se presentan como estrechamente relacionadas; sería necesario constatar qué incidencia podría tener cada una de ellas en el caso del que deber ocuparse el Tribunal de Luxemburgo. Es por ello que aquí nos ocuparemos únicamente de la libertad de establecimiento, ya que, como veremos, tanto el supuesto en el que se inserta la decisión del Tribunal de Luxemburgo como la propia decisión pueden presentar algún interés.

33. En lo que se refiere al supuesto, hemos de considerar si la libertad de establecimiento introduce algún condicionamiento en la identificación del derecho rector de la fusión internacional. Tal como hemos visto, la aplicación de la ley del Estado de constitución está claramente establecida en la jurisprudencia del Tribunal de Luxemburgo, por lo que sería conveniente explorar si esta idea se proyecta de alguna manera en el caso mencionado. De acuerdo con lo que hemos visto en los epígrafes anteriores, una de las claves del supuesto analizado por la Sentencia del TJ de 7 de abril de 2016 es la interrelación entre la ley rectora de la obligación de la que surge el crédito y las leyes rectoras de la fusión, en principio las de los Estados de constitución de las sociedades que intervienen en la operación.

A continuación nos ocuparemos de este extremo y en el siguiente epígrafe abordaremos la otra dimensión de la libertad de establecimiento proyectada sobre el caso: la cuestión de si es compatible con esta libertad de establecimiento ofrecer un tratamiento diferenciado a la protección de los acreedores en las fusiones internas y en las internacionales.

34. Tal como hemos visto, el Tribunal de Luxemburgo indica que la regulación de la protección de los acreedores en un supuesto de fusión ha de ser la prevista por el Derecho de la sociedad deudora. El Tribunal deriva la solución de las Directivas en la materia, pero cabe preguntarse si sería posible otra opción o si ésta es la única que resultaría compatible con las exigencias de la libertad de establecimiento.

Entiendo que sería difícil llegar a una solución diferente a la propuesta. A salvo de una armonización sustancial por vía de Reglamento del régimen de las garantías de los acreedores en los supuestos de fusiones internacionales deberá seguir lo previsto en el Derecho de la sociedad deudora. La sociedad deudora sabe que en el caso de una operación de fusión habrá de asumir las garantías respecto a los acreedores que prevé su Derecho. Si en vez de verse obligada por estas garantías tuviera que implementar las establecidas en el Derecho de la sociedad absorbente o la de nueva constitución que se cree como consecuencia de la fusión la operación de fusión internacional sería, en principio, menos interesante que la operación de fusión interna. Al menos en lo que se refiere a la tarea de averiguación y previsión respecto a las garantías exigidas. Es cierto que, finalmente, las garantías que tuviera que prestar podrían ser menores que las previstas en su propio Derecho; pero en un supuesto con el que existe cierta igualdad de razón, como es el de la aplicación de la normativa sobre responsabilidad de los administradores no del Derecho del Estado de constitución de la sociedad, sino del de una de sus sucursales⁸⁹, el Tribunal de Justicia, sin entrar en el contenido del Derecho aplicable, entendió que la aplicación de un Derecho diferente del de constitución de la sociedad constituía en sí mismo una limitación a la libertad de establecimiento. Esta misma idea en relación al caso que nos ocupa conduciría a la necesidad de que en caso de fusión se apliquen las garantías previstas en el Derecho del Estado de la sociedad deudora.

Desde la perspectiva del acreedor, tampoco sería una buena solución la opción por la aplicación del Derecho de la sociedad que sustituye a la que desaparece como consecuencia de la fusión. Quien se coloca en la posición de acreedor de una sociedad ha de ser consciente de que su posición puede ser alterada como consecuencia de una operación de fusión en la que la sociedad deudora sea substituida por otro sujeto de Derecho (la sociedad absorbente o la nueva sociedad que resulte de una fusión por constitución), y que ese riesgo se verá reducido en función de las previsiones incorporadas al Derecho

⁸⁹ Sentencia *Inspire Art*. STJ de 30 de septiembre de 2003, As. C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam y Inspire Art Ltd*, EU:C:2003:512. Sobre la limitación para la libertad de establecimiento que resulta de la aplicación de un Derecho diferente del Derecho del Estado de constitución respecto a la responsabilidad de los administradores *vid.* el núm. 101 de la Sentencia.

rector de la sociedad. Si en el caso de una fusión internacional el régimen fuera no el del Derecho de la sociedad deudora, sino el de la sociedad que la sustituya como resultado del proceso de fusión se introduciría un aleas en la relación entre acreedor y sociedad deudora que resultaría difícilmente justificable y que, incluso, podría implicar el establecimiento de salvaguardas por parte del acreedor ante el supuesto de una fusión internacional con participación de la sociedad deudora.

35. Así pues, pese a que el Tribunal de Luxemburgo no ha tenido que recurrir a las exigencias derivadas de la libertad de establecimiento para justificar la aplicación del Derecho del Estado de la sociedad deudora a las garantías para los acreedores en el caso de una fusión transfronteriza, dicha aplicación parece coherente con las obligaciones que se derivan de este principio. Es cierto que la existencia de una legislación armonizada sobre garantías de los acreedores en caso de fusión⁹⁰ limita las divergencias entre los diferentes Derechos europeos en la materia; pero el hecho de que se haya planteado la cuestión prejudicial que sirve de fundamento a la sentencia de 7 de abril de 2016 indica que no es una cuestión absolutamente irrelevante; por lo que, a falta de una regulación uniforme de la materia por vía de un Reglamento europeo, la explicitación de que será necesariamente el Derecho del Estado al que se encuentre sometida la sociedad deudora el que será aplicado en relación a las garantías de los acreedores en las fusiones internacionales favorece la seguridad jurídica.

Ahora bien, como veremos en el siguiente epígrafe, aún queda una duda pendiente: la de si los legisladores de los Estados miembros pueden establecer una normativa específica para la protección de los acreedores en las fusiones internacionales o si, necesariamente, la normativa aplicable será la que rige esta protección en las fusiones internas. Lo trataremos a continuación.

2. La aplicación necesaria de la normativa relativa a las fusiones internas

36. Tal como se había adelantado⁹¹, en algunos países se había optado por establecer garantías para los acreedores diferenciadas en las fusiones internacionales y en las fusiones internas⁹². Así, en Alemania el § 122j de la *Umwandlungsgesetz*⁹³ incluye un régimen de protección que solamente se aplica a las fusiones internacionales. También Austria incluye una protección diferenciada para los acreedores en las fusiones internacionales⁹⁴. La doctrina había cuestionado la adecuación de esta regulación diferenciada y, como hemos visto, la sentencia *KA Finanz* se pronuncia sobre esta cuestión, negando que sea admisible ofrecer una solución diferenciada para las fusiones internas e internacionales en lo que se refiere a la protección de los acreedores⁹⁵.

Es una solución que ya había avanzado la doctrina, que se había planteado si la protección diferenciada que ofrecía el Derecho alemán era compatible con la Directiva en materia de fusiones y con las exigencias de la libertad de establecimiento⁹⁶. En relación a lo primero, se había mantenido que la posibilidad de establecer una regulación diferenciada para las fusiones internas e internacionales sería conforme con la Directiva sobre fusiones transfronterizas⁹⁷, ya que ésta no hace más que remitirse a las regulaciones internas de los Estados miembros, pero sin especificar que el contenido de la regulación debe corresponderse con la normativa aplicable a las fusiones internas. Es más, el tenor del art. 4.2 de la

⁹⁰ Vid. *supra* párrafo núm. 20.

⁹¹ Vid. *supra* párrafo núm. 27.

⁹² Vid. *supra* n. núm. 72.

⁹³ Puede consultarse aquí: http://www.gesetze-im-internet.de/umwg_1995/_122j.html, visitado el 13 de julio de 2017. La regulación de la protección de los acreedores en las fusiones internas se regula en el § 22 de la misma ley (fusión por absorción). De acuerdo con lo previsto en el § 36 de la misma norma, este § 22 se aplica también en las fusiones por constitución de una nueva sociedad.

⁹⁴ Vid. § 13 de la *EU-Verschmelzungsgesetz*. Puede consultarse aquí: https://www.jusline.at/13_Gl%C3%A4ubigerschutz_und_Schutz_sonstiger_schuldrechtlich_Beteiligter_EU-VerschG.html, visitado el 13 de julio de 2017.

⁹⁵ Vid. núm. 60 de la Sentencia *KA Finanz*. Vid. *supra* n. núm. 71.

⁹⁶ Vid. J. HOFFMANN, “Grenzüberschreitende Verschmelzung”, en S. LEIBLE/J. REICHERT (eds.), *Internationales Gesellschaftsrecht. Grenzüberschreitende Umwandlungen*, vol. 6 de *Münchener Handbuch des Gesellschaftsrechts*, München, C.H. Beck, 2013, pp. 1178-1230, pp.1218-1219.

⁹⁷ *Ibidem*, p. 1218.

Directiva 2005/56/CE menciona específicamente las particularidades de las fusiones transfronterizas⁹⁸, lo que podría servir de apoyo para una regulación diferenciada de las mismas respecto a las fusiones meramente internas.

37. La Sentencia *KA Finanz* parece, sin embargo, haber cerrado la puerta a esta regulación diferenciada de las garantías de los acreedores en los supuestos internos y en los internacionales. La afirmación del núm. 60 de la Sentencia es bastante clara: “una sociedad que participe en una fusión transfronteriza sigue estando sometida, en cuanto a la protección de sus acreedores, a las disposiciones y a los trámites de la legislación nacional *que sería aplicable a aun fusión nacional*” (cursiva añadida). Esta referencia a la legislación aplicable a una fusión nacional va un paso más allá de la aplicación de la legislación nacional de la sociedad, lo que dejaría abierta la posibilidad de que esa legislación diferenciara entre uno y otro tipo de fusiones. Bien es verdad que no hay nada en la Sentencia (ni en las Conclusiones) que fundamente el paso que da el Tribunal de Luxemburgo, pero eso no cambia la claridad de la afirmación que inevitablemente deberá ser considerada⁹⁹.

La Sentencia no especifica cuál es el argumento de la afirmación que realiza; pero probablemente deberá ser en la libertad de establecimiento, tal como había adelantado la doctrina alemana, donde encontraremos las razones para esta solución del Tribunal de Luxemburgo, aunque, como veremos, no deja de plantear todavía alguna duda.

38. La diferencia en el tratamiento de la protección de los acreedores en las fusiones internas e internacionales puede deberse tanto a que en el caso de las fusiones internacionales su protección sea mayor como porque sea menor. Desde la perspectiva de la libertad de establecimiento el análisis deberá ser diferente en uno y otro caso, ya que, como hemos visto, el Tribunal de Luxemburgo ha admitido un tratamiento diferenciado en los casos internos e internacionales cuando ese tratamiento “beneficia” a estos últimos; esto es, cuando incluye una discriminación positiva a favor de las operaciones que superan las fronteras de un Estado miembro e implican a sociedades sometidas al Derecho de otros Estados miembros¹⁰⁰.

De acuerdo con esto, una diferenciación que favoreciera las fusiones internacionales podría ser compatible con la libertad de establecimiento. En la lógica del Tribunal de Luxemburgo seguramente esta diferenciación sería aquella en la que las garantías para los acreedores son menores en el caso de una fusión internacional que en el de una fusión interna. Si estas garantías son menores será, en principio, más fácil la operación de fusión y, por tanto, no supondría una mayor dificultad para la fusión internacional en relación a la fusión interna. Por supuesto, una regulación diferenciada que implicara una protección mayor para los acreedores en las fusiones internacionales que en las internas sería objetivamente un obstáculo a la fusión que debería interpretarse necesariamente también como un obstáculo a la libertad de establecimiento que tan solo sería posible si se justifica de acuerdo con los parámetros establecidos por la jurisprudencia del Tribunal de Luxemburgo¹⁰¹.

Cabría plantearse, sin embargo, si un tratamiento diferenciado que implicara una menor protección de los acreedores en el caso de las fusiones internacionales estaría justificado, ya no desde la perspectiva de la libertad de establecimiento, sino desde la lógica de la regulación, ya que seguramente será difícil encontrar razones para que la protección de los acreedores disminuya cuando la fusión que afecta a la sociedad deudora implica a sociedades constituidas en otros Estados y no se limita a sociedades

⁹⁸ “Las disposiciones y trámites a que se refiere el apartado 1, letra b), incluirán, en particular, los relativos al proceso de toma de decisiones sobre la fusión y, teniendo en cuenta el carácter transfronterizo de la fusión, a la protección de los acreedores de las sociedades que se fusionen, de los obligacionistas y tenedores de títulos o acciones, así como de los trabajadores en lo relativo a los derechos distintos de los regulados por el artículo 16. Los Estados miembros podrán adoptar, respecto de las sociedades participantes en una fusión transfronteriza constituidas con arreglo a su ordenamiento jurídico, disposiciones encaminadas a garantizar una protección adecuada a los socios minoritarios que se hayan pronunciado en contra de la fusión transfronteriza”.

⁹⁹ De hecho, tal como hemos visto (*supra* párrafo núm. 27 y referencia en n. núm. 72) ya se ha interpretado que la decisión del Tribunal de Luxemburgo obligará a modificar la legislación de los Estados que han establecido dicha diferencia. *Vid. J. SCHMIDT, loc. cit. n. núm. 72, p. 18.*

¹⁰⁰ *Vid. supra* párrafo núm. 19.

¹⁰¹ *Vid. supra* párrafo núm. 32.

regidas por el mismo Derecho que esta sociedad deudora. Diferencias aparentemente beneficiosas para la libertad de establecimiento pueden esconder obstáculos ocultos a esta libertad de establecimiento¹⁰². Que la protección de los acreedores fuera menor en las fusiones internacionales podría implicar la inclusión de cláusulas de salvaguardia en los contratos concluidos con las sociedades o limitar la actividad con aquellas sociedades que se “temiese” que podrían participar en una fusión internacional. Es por esto que, probablemente, lo que favorece en mayor medida la libertad de establecimiento es un tratamiento idéntico de las fusiones internacionales e internas, evitando incluso aquellas diferencias que, aparentemente, pudieran ser beneficiosas para las operaciones internacionales.

39. De acuerdo con lo que hemos visto, por tanto, sería la libertad de establecimiento, aunque no haya sido mencionada por el Tribunal de Luxemburgo, la que justificaría que las garantías para los acreedores en las fusiones internacionales fueran las mismas que en las fusiones internas. Y, en concreto, las establecidas en el Derecho de la sociedad deudora. Ahora bien, esto nos plantea el problema de determinar si sería contraria a esta libertad de establecimiento una norma incluida en el Derecho derivado que estableciera algún tipo de protección adicional en los supuestos de fusiones internacionales.

La pregunta es legítima, porque la Directiva 2005/56/CE establece un derecho de separación de los socios que se hayan opuesto a la fusión que tan solo opera respecto a las fusiones internacionales, no en las fusiones internas¹⁰³. En España este derecho de separación se encuentra recogido en el art. 62 de la Ley de Modificaciones Estructurales de las Sociedades Mercantiles¹⁰⁴. Podría plantearse si esta diferencia de trato entre las fusiones internacionales y las fusiones internas es un obstáculo a la libertad de establecimiento y, en su caso, si se encuentra justificada; pero, como sabemos, el Tribunal de Luxemburgo no opera con los mismos criterios de exigencia respecto a la legislación nacional de los Estados miembros y el Derecho derivado de la UE¹⁰⁵; por lo que es poco probable que se entendiera que este derecho de separación, previsto en la Directiva 2005/56/CE, no es compatible con la libertad de establecimiento. Quizás en el futuro una nueva decisión del Tribunal de Justicia que aborde la interpretación del art. 4.2 de la Directiva sobre fusiones transfronterizas nos permita volver sobre esta cuestión.

V. Conclusión

40. Tras la sentencia *KA Finanz* sabemos que una operación de fusión internacional de sociedades no implicará el cambio de la ley rectora de las obligaciones en las que sea partes las sociedades que participan en la fusión; pero que la normativa específica sobre protección de los acreedores prevista en el Derecho de la sociedad deudora deberá ser aplicada. Además, se ha establecido que esa normativa protectora ha de ser la misma que se aplica en las fusiones internas; no siendo posible, por tanto, establecer una regulación diferenciada para las fusiones internas e internacionales. La sentencia, además, interpreta qué ha de entenderse por titulares de derechos diferentes de las acciones según el art. 15 de la Directiva 78/855/CEE.

Quizás las afirmaciones anteriores pudieran parecer de sentido común; pero antes de la decisión del Tribunal podría plantearse la duda de en qué forma se deberían articular el Derecho rector de la obligación en la que la sociedad interviniente en la fusión es deudora y el Derecho rector de la fusión. La preferencia que se da al Derecho rector de la fusión responde a la lógica de la operación y ha de ser

¹⁰² Así se ha planteado en relación a la doctrina sentada por el Tribunal de Luxemburgo en su sentencia *Impacto Azul* (*supra* n. núm. 50), argumentando que la aparente ventaja que podría suponer para las matrices situadas en Estados miembros de la UE diferentes de Portugal, el que no respondieran por las deudas de sus filiales podría ser, en realidad, una desventaja, *vid. supra* párrafo núm. 19 y referencias contenidas en notas núms. 52 y 53.

¹⁰³ *Vid.* art. 4.2 *in fine* de la Directiva: “Los Estados miembros podrán adoptar, respecto de las sociedades participantes en una fusión transfronteriza constituidas con arreglo a su ordenamiento jurídico, disposiciones encaminadas a garantizar una protección adecuada a los socios minoritarios que se hayan pronunciado en contra de la fusión transfronteriza”.

¹⁰⁴ Ley 3/2009, de 3 de abril, sobre modificaciones estructurales de las sociedades mercantiles, *BOE*, 4-IV-2009. Este derecho de separación también se concede a los socios que se hayan opuesto al traslado al extranjero del domicilio social, *vid.* art. 99 de la Ley 3/2009.

¹⁰⁵ *Vid.* R. ARENAS GARCÍA, “*Lex societatis* y derecho de establecimiento”, *loc. cit.* n. núm. 85, pp. 159-160.

valorada positivamente. La aclaración de que no puede haber diferencias entre la protección ofrecida a los acreedores en las fusiones internas y en las internacionales es también relevante.

41. Pese a haber tenido oportunidad para hacerlo, el Tribunal no entra en la explicitación de la forma en que el Derecho originario incide en el supuesto planteado. Hubiera resultado interesante, porque si bien tenemos ya un amplio *corpus* de jurisprudencia que explica cómo el Derecho originario condiciona la interpretación y aplicación de los Derechos de origen interno de los Estados miembros en materia de Derecho de sociedades, carecemos de decisiones significativas en el mismo campo en lo que se refiere al Derecho derivado. Decisiones en este sentido podrían contribuir a orientar la actuación del legislador europeo en la materia, una actuación que, quizás, es más necesaria de lo que a veces parece.