

ALGUNAS MANIFESTACIONES DE LA POTESTAD DIRECTORA DE LA COMISIÓN NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES (1)

Por

MERCEDES FUERTES

Profesora de Derecho Administrativo en la Facultad de Derecho
de la Universidad de León

SUMARIO: I. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE VALORES: A) *Extensión de la competencia de la Comisión.* B) *Iniciación.* C) *La suspensión de la negociación.* D) *Desarrollo del procedimiento autorizatorio.* E) *Facultades una vez autorizada la oferta.*— II. LA SUSPENSIÓN DE LA NEGOCIACIÓN DE VALORES O DE CONTRATOS DE FUTUROS Y OPCIONES: A) *Legislación anterior.* B) *La suspensión en la LMV:* 1. Los interesados. 2. Los requisitos objetivos de la suspensión de la negociación de valores. 3. Trámites esenciales de este procedimiento de suspensión de la negociación de valores. 4. Eficacia e impugnación del acuerdo. C) *La suspensión de la negociación de un contrato.*— III. LA EXCLUSIÓN DE LA NEGOCIACIÓN DE LOS VALORES O DE CONTRATOS: A) *La exclusión de valores debido a incumplimientos:* 1. Requisitos. 2. Procedimiento. B) *Las exclusiones de valores voluntarias.* C) *La exclusión de contratos de futuros y opciones.*

Entre las distintas funciones atribuidas a la Comisión nacional del mercado de valores, dirigidas a proteger los tres pilares esenciales en los que se asienta el Derecho del mercado de valores en el Ordenamiento español, a saber: la transparencia del mercado, la libre formación de los precios y la protección de los inversores (según concreta en su art. 13 la propia Ley del Mercado de Valores, en adelante, LMV) destacan aquellas en las que este singular organismo interviene de modo directo en el desenvolvimiento del mercado. Son varios los supuestos en los que el legislador ha encomendado a la Comisión nacional que desarrolle una actuación positiva en aspectos o ante situaciones muy concretas, que implican, además, una determinada orientación de las prácticas del mercado en un sentido específico (lo que podrían incluirse, sin mucha dificultad en el concepto de *Wirtschaftslenkung* del Derecho alemán) (2).

No deben confundirse las potestades que derivan del ejercicio de esta función de dirección con las que se deducen de la función supervisora del mercado de valores también encomendada a la Comisión Nacional. Cuando la Comisión supervisa, su actitud, si se me permite la licencia, es «más

(1) El presente análisis forma parte de la tesis doctoral de la autora, titulada «La Comisión Nacional del Mercado de Valores», de próxima publicación.

(2) P. BADURA, en «Wirtschaftsverwaltungsrecht», pág. 324, de la obra dirigida por I. von Münch *Besonderes Verwaltungsrecht*, Ed. Walter de Gruyter, 8.ª ed, 1988; G. PÜTTNER, *Wirtschaftsverwaltungsrecht*, V. Boorberg, 1989, pág. 26.

pasiva» o «reflexiva», recibe información, comprueba el cumplimiento de la legalidad, la concurrencia de los presupuestos y requisitos exigidos, la correcta actuación de los intermediarios e inversores, la adecuada contratación, etc.; en fin, en el ejercicio de esta función supervisora la Comisión no influye o incide de modo directo ni en la actuación de los intermediarios financieros ni en la contratación. Del mismo modo, a diferencia del ejercicio de la potestad normativa, también atribuida a la Comisión Nacional en determinados supuestos, donde la dirección o guía es general, establecida en términos abstractos, las facultades que a continuación se analizan encauzan un caso o problema concreto, implican una «decisión singular» (3). En todo caso, las manifestaciones de las facultades de dirección pueden ser conflictivas y siempre de notable trascendencia en el mercado, por lo que nada tienen que envidiar a la quizá más sorprendente, en principio, atribución de potestad normativa.

Junto a otros muchos supuestos en los que la Comisión es titular de una potestad de dirección del mercado de valores (caso de autorizaciones o aprobaciones que han de obtenerse de la misma, que puede también restringir o limitar derechos e, incluso, intervenir la actividad de los intermediarios o sustituir a los miembros de sus consejos de administración), recojo en este estudio el análisis jurídico de tres ejemplos que ponen de manifiesto esta potestad directora de la Comisión Nacional: la autorización de la formulación de una oferta pública de adquisición, el acuerdo de suspensión de la negociación de valores y el acuerdo de exclusión de la contratación.

I. LA OFERTA PÚBLICA DE ADQUISICIÓN DE VALORES

Quizá una de las manifestaciones de las funciones directoras más característica en la negociación de los valores, en el propio desarrollo del mercado bursátil, si no la más difundida por los medios de comunicación, sea la intervención de la Comisión Nacional en las ofertas públicas de adquisición de valores. La adquisición del control de sociedades cuyos valores negocian en bolsa, o al menos de una participación significativa, es vista por los legisladores con recelo e, incluso, cautela, de ahí que impongan la sujeción a un procedimiento especial (que concluya con una autorización del organismo «supervisor» del mercado) que garantice, entre otras consideraciones (4), la igualdad entre los inverso-

(3) La potestad de decisión singular es también por la doctrina francesa como manifestación de la singularidad de las autoridades administrativas independientes. Sirva la cita a M.^a J. GUÉDON, *Les autorités administratives indépendantes*, Ed. LGDJ, 1991, pág. 106.

(4) La exposición de motivos del anterior Decreto sobre ofertas públicas de adquisición (Real Decreto de 25 de enero de 1984) mencionaba como principios básicos que informan este procedimiento especial el mantenimiento de la cotización de los valores afectados por la oferta pública mientras ésta tiene lugar, la regulación más

res (5), así como, la participación de los accionistas minoritarios en la «prima» o ganancia por la cesión del control (6).

La existencia de especialidades en los distintos Ordenamientos para admitir las «tomas de control» de sociedades cuyos valores negocian en bolsas es común en el Derecho comparado. En el ámbito de la CEE (7), todavía está en proyecto la decimotercera directiva societaria (8) que afecta de forma íntegra a las ofertas públicas de adquisición, debido a las

rigurosa de la información al público y la precisión de las posibles condiciones de ofertas competidoras.

(5) Aspecto esencial de esta figura, destacado con claridad en la Exposición de Motivos de la propuesta de Directiva comunitaria (punto 9). Un completo análisis sobre ésta realiza A. JIMÉNEZ BLANCO, «Los supuestos excluidos de las ofertas públicas de adquisición» (que se publicará en el Homenaje a E. Verdura Tuells y que amablemente me ha facilitado el autor). Sin embargo, no existe una opinión unánime con relación a que la regulación proteja a los accionistas. Sirva en este sentido el crítico artículo de B. ARRUÑADA SÁNCHEZ, *¿Hacia un "mercado único" de control societario?*, en «ICE», núm. 703, págs. 144 y ss. En especial, en la pág. 165, recoge el resultado de ejemplos que intentan demostrar los inconvenientes de la regulación, así la disminución de retribución de los accionistas, la disminución de oferentes, etc.

(6) Como primeras aproximaciones generales, sin perjuicio de otras citas a las que haré alusión con posterioridad, para el conocimiento del régimen de las ofertas públicas de adquisición, considero básica la obra de J. ZURITA y SAENZ DE NAVARRETE, *Las ofertas públicas de adquisición*, Ed. Bolsa de Madrid, 1980; del mismo autor, sobre este régimen ya derogado, *Consideraciones para el estudio del régimen español de la oferta pública de adquisición de valores mobiliarios*, en «RDBB», núm. 4, págs. 751 y ss., y *Nuevo régimen de las ofertas públicas de adquisición de acciones*, en «RDBB», núm. 13, págs. 230 y ss. Tras la última reforma, A. J. TAPIA HERMIDA, *El nuevo régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores*, en «RDBB», núm. 43, págs. 835 y ss.; J. GUI-TAR MARÍN, «Principales innovaciones en el régimen jurídico de las OPAs por el RD 1197/1992, de 26 de julio», en *Negocios*, núm. 2, págs. 1 y ss.

(7) Prescindo de las especialidades en otros mercados, como los estadounidenses, por la diversa filosofía que inspira estas operaciones, así como por la mayor trascendencia e importancia que tiene para el Derecho español los acuerdos que se adopten en el ámbito comunitario, que llegarán a ser Derecho interno. En todo caso, la legislación de EE.UU. se encuentra, de modo esencial, en las secciones 13 y 14 de la Securities exchange act de 1934, modificadas, de modo especial en 1968. Algunos aspectos de la misma pueden verse también en M. PRAT RODRIGO, *El uso de información...*, *ob. cit.*

(8) No es una directiva bursátil, al considerar que la esencia de toda oferta de adquisición es una «operación de concentración o de reestructuración de las empresas», en términos de la propia exposición de motivos de la Directiva. Sobre la misma puede verse, F. SÁNCHEZ CALERO, *Propuesta de Directiva sobre OPAs*, en «RDBB», núm. 34, pág. 423; J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE y A. J. TAPIA HERMIDA, «Propuesta de Directiva sobre ofertas públicas de adquisición», *Noticias CEE*, enero 1990, núm. 60, págs. 25 y ss.; *id.*, *La adaptación del Derecho español del mercado de valores al Derecho comunitario*, en «RDBB», núm. 44, en especial el capítulo dedica a las ofertas públicas de adquisición págs. 1000 y ss.; J. L. GARCÍA PITA y LASTRES, *Oferta pública de adquisición y procesos de fusión de sociedades en la jurisprudencia del Tribunal Supremo*, en «RDBB», núm. 41, págs. 147 y ss.; G. ESTEBAN VELASCO, *Eliminación de obstáculos a las opas: propuestas de modificación de la segunda Directiva y de la propuesta modificada de quinta Directiva de Derecho de Sociedades*, en «RDBB», núm. 40, pág. 947, así como A. TAPIA HERMIDA, *Las enmiendas a la propuesta de directiva de opas limitan la capacidad defensiva de las sociedades afectadas*, en «RDBB», núm. 40, págs. 997 y ss.; R. MINGUEZ, *La normativa comunitaria sobre valores mobiliarios: admisión a cotización, folleto de admisión a cotización, folleto de emisión y de oferta pública y ofertas públicas de adquisición*, en «ICE», núm. 703, en particular pág. 133.

notables diferencias de la legislación de los países miembros puestas especialmente de manifiesto por el señor Bangemann en la declaración que presentó ante el Consejo del Mercado Interior el 23 de noviembre de 1989 (9). Dejando a un lado los aspectos calificables de sustantivos (me refiero a la propia obligación o no de promover una oferta, a la concepción de la oferta como «reparadora» y no «previa» según el espíritu de la legislación española, como se leerá con posterioridad, los porcentajes en los que surge la obligación, los supuestos exentos, etc.) (10) a los efectos que más me interesan ahora, pretende la Directiva que en todos los Estados exista una autoridad con facultades no sólo de supervisión de todo proceso de oferta pública que se presente, sino de impedir la publicación de un folleto incompleto, así como de obligar la corrección del mismo (art. 6 de la Directiva). Las diferencias de concepción entre los Estados miembros son la causa de que la Directiva no especifique otros aspectos relativos a esta «autoridad», que permita tanto su carácter público como privado (11), su libre organización, reparto de funciones, etc. (12).

(9) En la propia Exposición de Motivos de la Directiva se afirma que «las consecuencias en que se desarrollan las ofertas varían considerablemente de un Estado miembro a otro». Además, tampoco se ha seguido siempre en la misma dirección en la regulación de las ofertas. En la elaboración de las distintas propuestas se comprueba cómo se han introducido cambios de criterios.

(10) Además de la bibliografía ya señalada en las notas anteriores, puede verse un resumen de estas diferencias en A. FERNÁNDEZ ALLEN, *La Comisión europea señala los obstáculos existentes en el seno de la CEE para el desarrollo de las OPAs*, en «RDBB», núm. 36, págs. 883 y ss.

(11) Se cita de modo expreso la posible delegación de estas facultades a «asociaciones u organismos privados» (núm. 1 del art. 6 de la Directiva), ya que no parecen unificarse las dos posturas enfrentadas que defienden, unas, las de los países continentales, la atribución del control a autoridades supervisoras de carácter público y otras, los países anglosajones, que prefieren mantener unos principios flexibles aplicados por entidades de carácter privado.

(12) En prácticamente todos los países miembros existe una normativa especial sobre las ofertas públicas de adquisición y una entidad, bien pública o privada, con facultades decisorias y supervisoras. Así, en Bélgica existen particularidades impuestas en virtud del Decreto de 8 de noviembre de 1989 (sobre la misma puede verse, A. FERNÁNDEZ ALLEN, *El Decreto belga de 8 de noviembre de 1989, relativo a las ofertas públicas de adquisición y a las modificaciones en el control de sociedades*, «RDBB», núm. 36, págs. 867 y ss.); en Francia se ha modificado el régimen de las ofertas por la Ley de 2 de agosto de 1989, se exige la formulación de una oferta cuando se ha alcanzado la tercera parte del capital y deberá presentarse al menos sobre los dos tercios del mismo (pueden leerse, B. MIRAT, *Offres publiques d'achat et de retrait et garanties de cours*, en el «Bulletin Joly», 1990, núm. 11 bis, págs. 13 y ss.; también E. CORTÉS GARCÍA, *Normativa francesa sobre ofertas públicas*, en «RDBB», núm. 37, pág. 229; D. CARREAU y J. Y. MARTÍN, *Los mecanismos de defensa anti-OPA en Francia*, en «RDM», núm. 199-200, págs. 105 y ss.). Además de las facultades de supervisión de la COB, el Consejo de Bolsas de Valores, que tiene importantes facultades de dirección y control, ha de autorizar la oferta pública, para lo que cuenta con facultades discrecionales. Sobre el Derecho holandés, J. M. BLANCO FERNÁNDEZ y C. A. SCHWARZ, *Medidas de rechazo de una OPA hostil en el Derecho holandés*, «RDBB», núm. 33, págs. 125 y ss.; A. FERNÁNDEZ ALLEN, *Las medidas defensivas frente a las OPAs en el Derecho holandés*, en «RDBB», núm. 36, pág. 884. Sobre el proyecto italiano, J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Italia: proyecto en materia de OPAs*, en «RDBB», núm. 38, pág. 448 y ss., modificado en los aspectos relativos a la publicación del folleto de ofertas por la Ley de 29 de diciembre de 1990; sobre la misma A. TAPIA HERMIDA, *Modificaciones en el Derecho bancario*

La LMV mantiene fundamentalmente los criterios ya recogidos en la legislación anterior. El legislador ha establecido unas pautas o criterios generales, que contienen importantes remisiones normativas (así, lo que ha de entenderse por participación significativa, las garantías que han de prestarse, las condiciones de formulación, el procedimiento que debe seguirse, las limitaciones de actuación del órgano de administración, etc.) en el artículo 60, si bien más que destacarse en este artículo los posibles criterios y directrices para regular esta materia se han enumerado los elementos más característicos e importantes de una oferta pública de adquisición (13). Junto a esta genérica y amplia remisión se establece por el legislador la sanción civil (sin perjuicio de la disciplinaria) derivada del incumplimiento de estas disposiciones, el reconocimiento de la legitimación de la Comisión para ejercitar las acciones civiles procedentes y, por último, los supuestos especiales de control de la sociedad (por la titularidad del 50 por 100) o de valores que den derecho a la adquisición de acciones. De ahí que el estudio de las ofertas públicas, ante esta inconcreción, deberá apoyarse en el Decreto que ha desarrollado este precepto, esto es, en el Real Decreto 1197/1991, de 26 de julio, sobre régimen de las ofertas públicas de adquisición (en adelante, DOPA) (14).

A) Extensión de la competencia de la Comisión

Toda oferta pública de adquisición de valores, en principio de sociedades que tengan al menos una parte de su capital admitido a negociación (15), ha de estar «autorizada» por la Comisión Nacional. La Comi-

y *bursátil italiano introducidas por la Ley de 29 de diciembre de 1990*, en «RDBB», núm. 42, págs. 503 y ss.; en Gran Bretaña existe un código de conducta por el que se rigen las ofertas públicas de adquisición de acciones, «The City Code on Take-overs and Mergers» de 26 de enero de 1988, que exige presentar una oferta cuando se ha alcanzado el 30 por 100 de los derechos de voto. Sobre el mismo, J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, *Informe del City Panel sobre las OPAS en el mercado de Londres*, «RDBB», núm. 36, pág. 870; *Preocupación en Gran Bretaña por la propuesta de Directiva de la CEE sobre OPAS* «RDBB», núm. 38, págs. 442 y ss., y *Modificaciones en el City Code on Take-overs and Mergers*, «RDBB», núm. 39, págs. 648 y ss.). Con relación al régimen portugués, J. NUNES PEREIRA, *O regime jurídico das ofertas públicas de aquisição no recente Código do mercado de valores mobiliários: principais desenvolvimentos e inovações*, «Revista da Banca», núm. 18, págs. 29 y ss.). En cambio, en Alemania no existe obligación alguna de presentar una oferta pública de adquisición.

(13) En la propia exposición de motivos del Decreto, se ha reconocido el carácter «amplio» de estas remisiones, «a similitud de otros aspectos de la ley».

(14) Este Decreto ha derogado la anterior normativa, integrada por el Real Decreto 279/84, de 25 de enero, que, también en virtud de la letra e) del primer párrafo de la Disposición Adicional 5.^a del Real Decreto 726/89 había salvado su vigencia tras la promulgación de la LMV, aunque, y como es lógico, con ciertas reinterpretaciones y alguna modificación. Sobre el contenido del mismo, sirva la bibliografía ya citada.

(15) El Decreto establece como supuesto general para regular la obligación de presentar una oferta pública de adquisición que los valores afectados por la oferta se refieran a una sociedad cuyo capital esté en todo o en parte admitido a negociación en alguna bolsa de valores. Por tanto, en principio, no existe obligación de presentar una oferta pública en el caso de que la sociedad afectada, la entidad cuyos valores son objeto de la oferta, no esté admitida a negociación, salvo que esta entidad participe de

sión ha de conocer y autorizar no sólo aquellas ofertas que supongan la pretensión de adquirir una participación significativa (en los términos definidos en el DOPA), sino también las ofertas voluntarias, es decir, aquellas que no resultaran de obligada presentación por los pequeños porcentajes de acciones que pretendan adquirir (art. 8.º del DOPA) (16), e incluso aquellas que deriven de otras obligaciones (17), además de las ofertas dirigidas a obtener la exclusión de la negociación, que serán objeto de posterior comentario (18) (19).

módo destacado en sociedades cotizadas. En estos supuestos en que la adquisición de la participación significativa es indirecta o sobrevenida, se impone también la formulación de una oferta, según regula el artículo 3 del Decreto. En el ámbito comunitario, la propuesta de Directiva no extiende la obligación de formular ofertas públicas de adquisición con relación a las sociedades de carácter pequeño que no tienen sus títulos admitidos a negociación en los mercados secundarios (art. 5).

(16) Este precepto mantiene el criterio establecido en la LMV (en el último párrafo del art. 60). A mi juicio, sin embargo, estos preceptos pueden caer en el más absoluto desuso. Las órdenes bursátiles de compra no se apoyan sino en lo que doctrinalmente, en el ámbito del Derecho privado, se define, en términos generales, como oferta pública de adquisición (están dirigidas a personas indeterminadas, los titulares de las acciones que se negocian, y se realizan mediante intermediarios financieros, por cierto, los dos elementos que utiliza el art. 19 de la LSA para calificar como pública la promoción de acciones), sirvan por todas las citas a L. DIEZ PICAZO, *Fundamentos de Derecho civil patrimonial*, Ed. Tecnos, 6.ª ed., 1992, pág. 70 del vol. II. De ahí que entienda que, salvo que una persona o entidad quiera generosamente someterse al «gravoso» procedimiento que toda oferta de adquisición supone (componer un preciso folleto, asegurar la operación con importantes garantías, difundirla mediante costosos anuncios en la prensa, esperar al menos un mes para liquidar la operación, etc.), estos preceptos mantendrán su dicción intacta ante la falta de problemas interpretativos por su no aplicación.

(17) Me refiero al caso especial del artículo 170 de la LSA, que el artículo 9.º del DOPA somete a la normativa general sobre las ofertas públicas de adquisición de participaciones significativas cuando se trate de sociedad cotizada. Este aspecto pudiera ser discutido. El rango de esta disposición no parece que pueda predominar sobre la LSA, posterior a la LMV. Podría presumirse que el redactor de la LSA, conocedor de la LMV, excluyó la aplicación de esta legislación al supuesto específico de oferta pública de adquisición para la reducción del capital. El criterio de la especialidad puede hacer inclinar la balanza a favor de la aplicación de la legislación bursátil, pero no debe olvidarse la preferencia de la finalidad de las normas, de su espíritu y razón, que establece el artículo 3.º del Código civil. De ahí que pueda ladearse el fiel tras sopesar que la finalidad de la reducción de capital prima sobre la adquisición de una participación significativa (más cuando estas acciones se van a amortizar). Además, esta finalidad nada tiene que ver con los principios rectores de las ofertas de adquisición de participaciones significativas que buscan repartir la prima de adquisición entre los accionistas, bajo un principio de igualdad. En las ofertas de reducción no parece que haya prima que repartir. En fin, tampoco el criterio del sometimiento de las ofertas voluntarias puede ponerse en el plato de la balanza para someter estas adquisiciones al procedimiento especial. Las ofertas para reducir el capital no son voluntarias, son obligaciones legales, pero distintas a las reguladas en el artículo 60 de la LMV. En conclusión, para terminar, podría entenderse que existe cierta extrapolación en el Decreto al someter estas ofertas al procedimiento general.

(18) Sobre las mismas me remito a los comentarios que realizo de los artículo 34.2 de la LMV y 7.º del DOPA, en el apartado dedicado a las exclusiones voluntarias.

(19) Los casos excluidos de la formulación de una oferta pública de adquisición, que se especifican en el artículo 4 del DOPA, han sido estudiados por A. JIMÉNEZ BLANCO, «Los supuestos...», *ob. cit.*, que concluye con una fundada crítica al cuarto y último supuesto relativo a las consideraciones de «interés público».

Este acto resolutorio es consecuencia de un largo procedimiento en el que la Comisión despliega con eficacia su labor directora y supervisora del mercado, como se comprueba al observar las distintas fases por las que transcurre la aprobación y realización de una oferta pública de adquisición de acciones.

B) *Iniciación*

El procedimiento se inicia cuando una persona o entidad comunica a la Comisión que bien pretende adquirir una participación significativa (20), bien ha obtenido dicha participación de modo indirecto (21) (con lo que se superan los porcentajes establecidos en el art. 3.º del Decreto, sin encontrarse en uno de los supuestos excluidos del art. 4.º del mismo), bien pretenda modificar los estatutos de una sociedad cuyos valores están admitidos a negociación en una bolsa, al poseer valores que representen más del 50 por 100 del capital social y siempre que sea la primera vez que pretende la modificación tras poseer dicho porcentaje (con las matizaciones establecidas en los arts. 5.º y 6.º del Decreto).

La comunicación no puede consistir en una mera participación de la intención a la Comisión, sino que en virtud de la necesaria garantía de la seriedad de esta pretensión el Decreto exige que además de la solicitud de autorización de la oferta se acompañe en ese momento el folleto explicativo y la documentación necesaria determinada en el mismo (art. 12) (22). La propuesta contenida en la Directiva comunitaria exige una doble comunicación (en su art. 7.º), una primera sobre la decisión de presentar la oferta y una segunda relativa al folleto, pero a mi juicio no debe entender-

(20) En los términos definidos en el número segundo del artículo 1.º del DOPA, a saber, el 25 o 50 por 100 del capital social de una entidad cuyos valores están admitidos a negociación en una bolsa, además de ciertas reinterpretaciones y especiales cómputos (así, la adquisición de al menos el 6 por 100 cuando ya se posee el 25 por 100 del capital social, etc.). En todo caso, será conveniente leer con detenimiento este artículo, pues no es necesario que la adquisición se materialice en un sólo acto, sino que también deberá promoverse una oferta cuando se pretendiera alcanzar la participación significativa mediante actos sucesivos, como establece el artículo 1.º del Decreto. Con este fundamento la Comisión ha impuesto la presentación de ofertas desde que conoce los compromisos de sucesivas adquisiciones, para evitar que el dinero por la compra de las acciones se reparta entre todos los accionistas. Un ejemplo de esta facultad fue la imposición a Elf de lanzar una OPA por el 13,5 por 100 sobre CEPSA. En sentido inverso, la superación de un porcentaje calificable como participación significativa no implica en todo caso la formulación de una oferta, así cuando existe una reestructuración del grupo y las acciones no cambian propiamente de manos. Ejemplo de este supuesto es la venta por la entidad Quail (sociedad instrumental de J. de la Rosa) a la Corporación CNL, controlada por el mismo, del 30 por 100 de las acciones de la sociedad Tibidabo (noticia recogida de «El País», 18 de noviembre de 1991).

(21) Así, en determinados casos de fusión de sociedades (aspecto éste que excluye el borrador de Directiva comunitaria, por ser otro instrumento distinto para la concentración de empresas, como con claridad explica la Exposición de motivos) o de reducción del capital social.

(22) En este sentido el artículo 15 del DOPA describe con precisión el contenido del folleto explicativo de la oferta, objeto esencial de valoración por la Comisión para la autorización de la oferta.

se que exista una divergencia con la legislación española (23), ya que debe salvarse con las siguientes observaciones:

1.º La Directiva no impide la acumulación de ambas comunicaciones (como sería, por ejemplo, en caso de que estableciera el transcurso de un plazo entre las mismas). El contenido de los escritos es diverso, la solicitud tiene la naturaleza de instancia, mientras que el folleto tiende a cumplir los requisitos de información exigidos. De ahí que en principio no sea esencial su presentación separada y, por tanto, sea posible la exigencia conjunta como hace el DOPA.

2.º Además, es común en el procedimiento administrativo español la presentación junto con la instancia de los documentos que en cada caso sean preceptivos, sin perjuicio de permitir su presentación o integración en un plazo de diez días (aspecto que también se recoge en el artículo 70 de la nueva Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo común, en adelante nueva LPA).

3.º Exigir el acompañamiento del folleto es signo de mayores garantías de seriedad. Es evidente, y no creo que necesite mayores comentarios, que permitir la iniciación del expediente con la presentación de la instancia podría incidir de forma perturbadora en el mercado.

4.º En fin, el hecho de que se exija la presentación conjunta de la solicitud y el folleto no impide que la entidad que pretenda formular una oferta mantenga contactos con la Comisión.

Las importantes consecuencias que derivan de la solicitud de autorización están en el fondo de esta disposición. Es necesario cierta sensatez y formalidad en la preparación de una oferta pública ante los trascendentes efectos e influencias en el mercado de valores. Además, esta afirmación no impide que, con antelación a esta presentación formal, existan conversaciones, presentación de documentos, formulación de condiciones entre la sociedad que pretende presentar la oferta y la Comisión, pero con la importante cautela de la reserva y sigilo, para no incidir en el desarrollo de la negociación de los valores. En el momento que alguna noticia trascienda o se aprecie anormalidad en el desenvolvimiento del mercado, deberá procederse a la suspensión de la negociación de los valores que van a ser afectados por la oferta.

C) *La suspensión de la negociación*

La presentación de esta documentación, así como su difusión por cualquier medio (ya concurra o no la voluntad de la entidad promotora de la oferta), ocasionará el acuerdo de suspensión cautelar de la negociación. Este acuerdo está con claridad dirigido a buscar la protección y la igualdad de los inversores, a otorgarles la oportunidad de que conozcan la existencia de la oferta, a evitar en la medida de lo posible las transmi-

(23) En contra se manifiestan A. TAPIA y J. S. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE en el artículo citado, «La adaptación...», *ob. cit.*, pág. 1003.

siones por información privilegiada (24), etc. Así la presentación de una oferta pública de adquisición ocasionará, del modo más inmediato posible, la suspensión de la negociación.

Quizá la difusión de rumores o el eco y resonancia de infundadas actuaciones conduzca al acuerdo de suspensión de la negociación de unos valores. Pero esta suspensión cautelar deberá apoyarse, con más propiedad, en el artículo 33 de la LMV (la existencia de causas y circunstancias que perturban el normal desarrollo del mercado) (25) (26) que en el DOPA, donde la suspensión es consecuencia de la presentación de la solicitud de autorización, acompañada por el folleto y los documentos exigidos, y habrá de motivarse por la posible existencia de una futura oferta. De modo explícito y claro destaca el Decreto que en el acuerdo de suspensión se indicará que se debe a la presentación de una oferta (art. 13).

Este acto de suspensión cautelar es, por tanto, un acto debido y reglado, ha de producirse en todo caso sin posible decisión discrecional de la Comisión. Incluso la comprobación de algún defecto en el folleto, la necesidad de incluir matizaciones en el mismo, no parece que pueda retrasar el acuerdo de suspensión. La Comisión puede exigir precisiones si entiende que la documentación presentada no es del todo completa, pero, a mi juicio, estas modificaciones no pueden justificar un aplazamiento en la suspensión cautelar. En el momento que se presente toda la documentación exigida en el Decreto, la Comisión deberá adoptar este acuerdo. La línea divisoria para adoptar o no la suspensión será el cumplimiento de las exigencias establecidas en el Decreto de modo serio y formal (27).

(24) La persecución de los «iniciados» («insider», en la terminología más común) y la regulación de las ofertas de adquisición se han desarrollado de modo paralelo en los distintos Ordenamientos; así, por ejemplo, en EE.UU., donde la reforma de la regulación de las ofertas en 1968 persigue proteger a los inversores ante los propios directivos de las empresa (como se deduce del resumen que realiza M. PRAT RODRIGO, *El uso ilegal...*, *ob. cit.*, pág. 64). Como con posterioridad se leerá, el «insider trading» es una de las conductas más perseguidas por la normativa bursátil [art. 81 y 99.o) de la LMV], no se oculta la dificultad de su prueba. Sin embargo, puede citarse como primer ejemplo de control la sanción impuesta a un directivo de la sociedad Dragados y Construcciones por adquirir de modo previo a la presentación de una oferta pública por Dragados acciones de la sociedad afectada, con lo que obtuvo un beneficio, según la expediente de la Comisión, de 25 millones de pesetas (noticia publicada en «El País» el día 30 de marzo de 1992).

(25) Como se recoge en los trabajos que ha resumido M. PRAT RODRIGO en *El uso ilegal...*, *ob. cit.* La preparación de ofertas públicas de adquisición va precedida de subidas notables en la cotización de los valores (en principio por el abuso de información privilegiada), así lo demuestran los trabajos de LOUIS y ZANDERS (citados, en especial en la pág. 50). Del alza en la cotización de 20 valores estudiados, en 19 casos se presentaron, en el plazo inferior a un mes, ofertas públicas de adquisición. También se resume otro informe (LADERMAN) que demostró que en el 72 por 100 de los 229 casos estudiados de ofertas públicas de adquisición las cotizaciones de los valores subieron notablemente durante el mes anterior al anuncio de la oferta.

(26) Entre los ejemplos que pueden citarse en el mercado de valores español, cabe recordar la suspensión de la negociación de las acciones de la entidad Finanzauto el día 23 de abril de 1992 ante los rumores de la presentación de una oferta pública de adquisición («El País», 24 de abril de 1992).

(27) Esta consideración tiene su importancia para no dar lugar a vanas perturbaciones en el mercado. No son extrañas a las prácticas bursátiles las actuaciones

Esta suspensión se prolongará hasta la denegación de la oferta por la Comisión o la difusión del anuncio que contenga las condiciones de la oferta autorizada. Frente a la legislación anterior, el DOPA establece como plazo máximo para la tramitación el de quince días hábiles a contar desde la presentación de la solicitud o la recepción de nueva documentación requerida, con lo que se abre la posibilidad de prorrogar este perentorio plazo mediante el envío de un requerimiento (28). Parece que con esta modificación se evitarán los trastornos y desconciertos en la negociación de los valores, que se presentaban en los casos en que, transcurrido el período de tramitación de la oferta, la autoridad no había resuelto su autorización (29).

A diferencia de esta disposición, la propuesta de Directiva comunitaria reduce el plazo para autorizar la oferta a tres días, con la invocación expresa a la técnica del silencio positivo a falta de acuerdo explícito, al considerarse muy gravoso un prolongado procedimiento (30). La diferencia es notoria, aunque, a decir verdad, la Comisión tramita con cierta celeridad la autorización de las ofertas (31). En todo caso, la Comisión (32) «deberá» adoptar el acuerdo en el plazo fijado (33). Transcurrido el mismo deberá entenderse, en aplicación supletoria del artículo 43 de la nueva Ley del régimen jurídico de las Administraciones públicas y del procedimiento administrativo, admitida la autorización. Aunque es

especulativas, por lo que la Comisión, por su especial conocimiento del mercado, deberá valorar cuándo una solicitud de oferta es formal y seria y distinguir los supuestos en los que de modo fraudulento se intenta incidir en los precios del mercado con simuladas noticias de lanzamiento de una oferta pública. En todo caso, la nueva regulación del desistimiento en las ofertas, a la que haré referencia con posterioridad, ha coartado las actuaciones de «despiste».

(28) El plazo de la legislación anterior, establecido en 15 sesiones bursátiles (art. 5.º, en su segundo párrafo, del Decreto de 1984) no admitía prórroga alguna.

(29) Aunque puede parecer sobrado este plazo, al recordar la configuración prácticamente completa del folleto y de los documentos exigidos, debe advertirse que algunos documentos pueden ser difíciles de conseguir (caso paradigmático a reseñar fue la oferta de adquisición de las acciones de la sociedad EMICA, lanzada por una entidad japonesa, cuyos documentos, como es lógico, estaban en Japón y que debieron pasar por los necesarios traductores jurados), o bien sea necesario la adopción de nuevas decisiones, impuestas por la Comisión, que deben incorporarse al contenido del folleto.

(30) Puede verse el artículo citado de B. ARRUÑADA SÁNCHEZ, *¿Hacia un "mercado único" de control societario?*, en «ICE», núm. 703, pág. 160.

(31) En este sentido puede verse las Memorias presentadas por la misma. Así, por ejemplo, en 1990 la media de tramitación no superó el plazo de una semana.

(32) Sólo se excepcionan los poderes soberanos de la Comisión de autorizar una oferta, cuando la misma implique una operación de concentración de empresas, ante la decisión de política económica que puede llevar implícita, ajena por tanto a las funciones y facultades de la Comisión. En este caso se traslada, según los casos, bien al Ministro, bien al Gobierno, la decisión de autorizar la oferta, con la posible intervención también del Tribunal de defensa de la competencia. Además, si la concentración posee una dimensión comunitaria, hay que estar a lo establecido en el Reglamento del Consejo de las Comunidades Europeas 4064/1989, de 21 de diciembre (arts. 37 y 38 del DOPA).

(33) Aunque también es verdad que la Comisión podrá evitar la aplicación de esta figura al requerir nueva documentación a la sociedad oferente, lo que iniciará el cómputo de un nuevo plazo.

cierto que esta nueva Ley permite la perturbadora y por ello criticada posibilidad que «cada Administración, para mejor conocimiento de los ciudadanos (¿...?), podrá publicar... una relación de los procedimientos en que la falta de resolución expresa produce efectos estimatorios y los que lo producen desestimatorios». En conclusión, habrá que atender a las medidas que puede adoptar la Comisión, así como a la conclusión de la propuesta de Directiva, que entiende que debe regir la técnica del silencio positivo. Además, el decreto establece que, transcurridos quince días desde la presentación de la solicitud o desde la notificación del requerimiento, se ha de levantar la suspensión, ya exista un acto expreso (autorizatorio o denegatorio), ya en virtud de una actuación presunta (34). Pero, antes de adentrarnos en el análisis del acto de autorización o en las consecuencias de la denegación, debe atenderse al procedimiento que se sigue para la obtención de la autorización.

D) *Desarrollo del procedimiento autorizatorio*

La tramitación de la solicitud se concretará en el examen y verificación de los requisitos exigidos para la presentación de las ofertas en el Decreto. En líneas esenciales, en la comprobación de la conformidad de la oferta, de la participación que se pretende adquirir, del contenido del folleto, así como de la aportación de la documentación (35). Durante el desarrollo de la tramitación de este expediente la Comisión tiene reconocidas importantes facultades. Puede exigir, además de la información y documentación establecida en el propio Decreto (art. 15), «*cuanta información adicional estime necesaria o documentación complementaria juzgue conveniente*». Los vocablos utilizados son bastante amplios en su interpretación. La calificación de una documentación o información como necesaria o conveniente no parece que tenga en la tramitación de la oferta diferente régimen. Si la Comisión estima que es «necesaria» o «conveniente» su inclusión en el folleto y no lo hace así la entidad oferente, la oferta podrá ser denegada. Parece que lo que determinará la denegación será el incumplimiento del requerimiento, aunque también la Comisión podrá, al atender a la «accesoriedad» de la información adicional, autorizar la oferta. En todo caso, y como es lógico, estos parámetros podrán ser controlados por el Juez. El órgano judicial que, en su caso, entienda de la impugnación del acuerdo denegatorio de la Comisión, podrá entrar a ponderar si la información o documentación requerida era lo suficientemente necesaria o conveniente para denegar la oferta.

(34) Sobre los problemas que plantea la inexistencia de un acto expreso, debe verse, R. MARTÍN MATEO, *Actos tácitos y actividad autorizante*, «REDA», núm. 4, págs. 17 y ss., y *Silencio administrativo y actividad autorizante*, «RAP», núm. 48, págs. 205 y ss.

(35) Estas exigencias son uno de los aspectos más criticados por cierto sector, al entender el gravamen que supone (incrementa hasta un 25 por 100 la transacción), así como los inconvenientes que implica elaborar y facilitar tanta información (que se pone en manos de los competidores). En este sentido, B. ARRUNADA, *¿Hacia...*, *ob. cit.*, pág. 158.

También tiene facultad la Comisión para eximir de completar el folleto en alguno de los puntos exigidos, según el número tercero del mismo artículo 15. Sin embargo, esta facultad presenta más limitaciones. Dos son los presupuestos que el citado precepto exige que concurren para que la Comisión exima de datos o documentos. Por una parte, que la sociedad oferente no disponga de los mismos. Por otra parte, que estos elementos no sean esenciales para comprender los extremos de la oferta.

Del mismo modo, el Decreto reconoce a la Comisión un margen de apreciación sobre la suficiencia de la garantía que la sociedad presente. El principio de proporcionalidad deberá jugar al ponderar la suficiencia de este elemento. Además, debe tenerse presente que el nuevo artículo 11 del DOPA otorga a la Comisión la facultad de exigir otras cauciones en garantía de posibles responsabilidades de los promotores de la oferta. En fin, también debe reconocerse facultades de examen a la Comisión, con proscripción de la censura previa (36), de los anuncios que ha de difundir la entidad. No podrán estar en disparidad con las cláusulas del folleto, así como deberán salvaguardar las exigencias de la legislación sobre publicidad (37) (38).

El procedimiento se desenvolverá entre la entidad que presenta la oferta y la Comisión, de modo preferente. Aunque también con la sociedad afectada que, además de tener limitada su actuación en algunos aspectos (39), debe presentar un informe sobre la misma (art. 20 del DOPA) (40), así como con otras entidades que formulen cualquier otra proposición, que deberán seguir en todo caso los trámites y especialida-

(36) Como impide la Constitución en su artículo 20.2. Sobre los controles previos de la publicidad, puede verse J. M. CUESTA RUTE, *Las responsabilidades de las Administraciones públicas por las alegaciones publicitarias de contenido financiero*, en «RDBB», núm. 18, en especial págs. 274 y ss.

(37) En especial, la Ley 34/1988, de 11 de noviembre, general de publicidad, así como la Ley 3/1991, de 10 de enero, de competencia desleal. Estas facultades se ven reforzadas por la dicción del párrafo segundo del artículo 94 de la LMV.

(38) En todo caso, el instrumento de la publicidad no debe ser minusvalorado. Prueba de ello lo constituyen las «guerras» de anuncios entre Bibby Iberica Limited y Finanzauto durante la oferta de adquisición que formuló la primera sobre la segunda y que, quizá, forzaron a modificar las condiciones de la oferta (entre otros, los anuncios aparecidos entre los diarios «El País» y «Expansión» los días 3, 12 y 21 de junio).

(39) Debe recordarse que el Decreto (en su art. 14), al seguir las mismas pautas generalizadas en el Derecho comparado e incorporadas al borrador de Directiva comunitaria (en su art. 8.º, que recoge algunas medidas del denominado «informe Bangeman»), limita la actividad del órgano de administración de la sociedad afectada por la oferta, así como de las entidades pertenecientes al mismo grupo (en los términos definidos en el art. 4 de la LMV) e incluso personas que actúen de modo concertado. De ahí que las facultades de supervisión, como luego se verá, incluirán también las actuaciones de estas entidades. En especial puede verse, A. TAPIA HERMIDA, *Las enmiendas a la propuesta de directiva de OPAs limitan la capacidad defensiva de las sociedades afectadas*, en «RDBB», núm. 40, págs. 997 y ss.; sobre las actuaciones de defensa, J. GARCÍA DE ENTERRÍA, *Los recursos y acciones contra las OPAs como medida defensiva*, en «RDM», núm. 201, págs. 423 y ss.; J. M. EMBID IRUJO, *Medidas de defensa de una sociedad mercantil frente a una acción exterior de obtención de su control. Las cláusulas anti-OPA*, en «RDBB», núm. 39, págs. 535 y ss.; D. CARREAU y J. Y. MARTÍN, *Los mecanismos de defensa anti-OPA en Francia*, en «RDM», núm. 199-200, págs. 105 y ss.

(40) Existe importantes matizaciones sobre este informe en el Derecho comparado. Así, como cuenta J. SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE en *OPAs competidoras y responsabilidad*

des de las ofertas competidoras (41) u otros interesados, que pueden presentar instancias o peticiones, pero en ningún caso pueden exigir, antes de aprobarse la oferta, un completo conocimiento del contenido de sus condiciones, del expediente en los términos de la LPA.

En este sentido considero que, aunque la LPA tenga un carácter informador, no puede quebrarse la naturaleza esencial de este procedimiento especial. Me refiero, en concreto, a la inexistencia de un trámite formal de audiencia a los interesados, que se regula en el artículo 84 de la nueva LPA. El rápido procedimiento para la admisión o no de una oferta pública de adquisición se dirige a buscar la igualdad de los inversores ofreciendo una información suficiente a través de la publicación y difusión de un folleto. La puesta de manifiesto de las informaciones, durante la tramitación del procedimiento, antes de la autorización, iría en contra del principio de igualdad, favoreciendo una «información privilegiada» a las personas que comparecieran en el expediente. Además dicho trámite chocaría con el deber de sigilo, impuesto con carácter general en el artículo 90 de la LMV. Incluso, no debe olvidarse que la CE, al imponer la reserva de ley para regular el procedimiento administrativo, establece que en el mismo se garantizará «cuando proceda» la audiencia a los interesados. Por ello, juzgo irreprochable la proscripción de la audiencia durante la tramitación de la autorización o denegación de la oferta pública de adquisición.

E) *Facultades una vez autorizada la oferta*

Con el acuerdo autorizatorio de la oferta no concluyen las facultades directoras de la Comisión, sin perjuicio, y como con facilidad se comprenderá, de las facultades supervisoras sobre la sociedad oferente, la entidad afectada y el mercado. El acto de la Comisión de autorizar la oferta pública, junto a las doctrinales calificaciones de acto negocial, favorable, tiene la naturaleza jurídica de «acto autorizatorio de carácter operativo» (42), que no sólo pretende un control de la actividad objeto de

de los administradores de la sociedad afectada a la hora de recomendar su aceptación, en «RDBB», núm. 43, págs. 890 y ss., ante varias ofertas competidoras no puede exigirse responsabilidad a los administradores que declararon la preferencia de una de las ofertas. Este mismo autor en *Sentencia británica sobre la conducta de los administradores de la sociedad objeto de una OPA*, en «RDBB», núm. 42, págs. 510 y ss., expone el deber de fidelidad a los accionistas que debe exigirse a la conducta de los administradores (en este caso los administradores habían llegado a un pacto con la sociedad promotora de la oferta); del mismo autor, *OPAs y responsabilidad ante el oferente de los administradores que realizan afirmaciones incorrectas como medida defensiva*, en «RDBB», núm. 40, págs. 973 y ss.

(41) En este sentido disiento de la actuación de la Comisión en el conflicto surgido con relación a la sociedad El Encinar de los Reyes, al no considerar los anuncios que difundió la entidad Metrovacesa como oferta de adquisición, cuando contenían una verdadera promesa de compra de acciones y debían haber ocasionado, en todo caso, la formulación simultánea de dos ofertas competidoras.

(42) Sobre la técnica autorizatoria debe verse, J. L. VILLAR PALAST, *La intervención administrativa en la industria*, en «IEP», 1964; J. A. MANZANEDO, *El comercio exterior en el ordenamiento administrativo español*, en «IEAL», 1968; E. GARCÍA DE ENTERRÍA y T. R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, *Curso...*, ob. cit., págs. 133 y ss. del tomo II; T. R. FERNÁNDEZ

autorización, sino también encauza y controla su desarrollo (aunque se extinga en un período breve de tiempo, a lo sumo un par de meses).

Así, y sin claros elementos definidores, se reconoce la facultad para exigir la reiteración o ampliación de los anuncios que han difundido las condiciones de la oferta. El número segundo del artículo 18, donde se establece esta facultad, no especifica ni delimita el supuesto en que podrá ser ejercida por la Comisión. De ahí que la discrecionalidad de la actuación de la Comisión deba ser muy medida (43). También la posibilidad de introducir modificaciones en las condiciones de la oferta de adquisición determinará un nuevo acto autorizador o denegatorio de la Comisión. «En todo caso, debe resaltarse el hecho de imponer la revisión automática del precio cuando la entidad promotora adquiera los valores en el mercado a precio superior al pactado en la oferta (art. 23 del DOPA). El proyecto de Directiva comunitaria garantiza esta protección de los inversores, de su trato igual, al exigir una preceptiva comunicación de las adquisiciones de valores que realicen las partes afectadas en el procedimiento mientras la oferta se prolonga. Esta preceptiva comunicación falta por el momento en la legislación española, pero a través de sus facultades supervisoras, la Comisión podrá conocer quiénes realizan las transmisiones de valores, a qué precio y si opera, por tanto, esta revisión automática» (44).

Del mismo modo, la pretensión de desistir de la oferta pública podrá exigir un acto expreso de la Comisión. En el número primero del artículo 24 del DOPA se enumeran los supuestos en que el oferente puede desistir de la oferta. Mientras en tres casos la situación está concretada con claridad, la voluntad de desistimiento derivará de un hecho fáctico incontrovertible (así, la existencia de una oferta competidora, el acuerdo contrario sobre la emisión de acciones para el canje de la junta general de la sociedad oferente o el sometimiento al cumplimiento condiciones relevantes por parte del Gobierno para acuerde la operación de concentración), el Decreto admite que la Comisión acuerde el desistimiento cuando la oferta no pueda realizarse por el concurso de circunstancias excepcionales ajenas a la voluntad del oferente (45). Dicho supuesto está definido con elementos «indeterminados». De modo fundamental, la excepcionalidad de las circunstancias. En todo caso deberán comprobarse y ponderarse por la Comisión aquellos sucesos o situaciones ajenos al oferente que imposibiliten la consecución de la oferta. Además, también se atribuye a la Comisión, cuando la oferta implicara una operación de concentración,

RODRIGUEZ, *Inscripciones y autorizaciones industriales*, en «RAP», núm. 52, págs. 442 y ss.; J. A. GARCÍA-TREVIJANO, *Los actos...*, *ob. cit.*, pág. 240; S. MARTÍN-RETORTILLO, *Derecho administrativo económico*, *ob. cit.*, en especial págs. 152 y ss. del vol. II.

(43) Como comentario al aludir a la facultad de la Comisión de imponer la difusión de determinada información, los costes de los anuncios son muy altos para que alegremente se decida su reiteración.

(44) «Sirva la remisión a las extraordinarias facultades establecidas en el artículo 85 de la LMV».

(45) Parece impedirse con esta medida que se lleguen a acuerdos que posibiliten tomas de control fuera del mercado.

la facultad de calificar la relevancia de las condiciones impuestas a efectos de admitir o no el desistimiento del oferente [art. 37.b) del DOPA].

La posible presentación de otras ofertas, las denominadas «competidoras», impone también una actuación de la Comisión (46). No sólo por la necesidad de autorizar o denegar estas ofertas nuevas que se presenten, sino también ante el posible acto de autorización de las modificaciones de la oferta inicial.

En fin, ya concluso el plazo de aceptación, la Comisión podrá estimar la petición de la sociedad oferente de reducir las garantías otorgadas, siempre que no perjudique al proceso de liquidación, señala *in fine* el número tercero del artículo 28 del decreto. Los grandes costes de las garantías pueden ser desproporcionados cuando, bien no se ha aceptado de forma mayoritaria la oferta, bien se acredita la buena marcha del proceso de liquidación. De ahí la bondad de esta medida proporcional.

Por último, sólo mencionar, ya que su comentario lo realizo con posterioridad (47), las exorbitantes facultades que se reconocen a la Comisión (tanto en la LMV como en el decreto) para impugnar los acuerdos de juntas generales, siempre que hubieran sido adoptados por mayorías ilegalmente adquiridas (48).

II. LA SUSPENSIÓN DE LA NEGOCIACIÓN DE VALORES O DE CONTRATOS DE FUTUROS Y OPCIONES

Quizá una de las manifestaciones más importantes entre las facultades de decisión singular, que se reconoce a la Comisión nacional, sea la posibilidad de «suspender» la negociación de los valores (49). La adquisi-

(46) En el vigente Decreto ha desaparecido la categoría de las discutidas «ofertas simultáneas». En especial el artículo de A. SÁNCHEZ ANDRÉS, «Sobre la caracterización y régimen de las llamadas "OPAs simultáneas"», publicado en *La Ley* el 28 de mayo de 1990; J. ZURITA, *La oferta pública de adquisición. Génesis, alcance, contenido y problemas de la normativa vigente*, en «PEE», núm. 36, pág. 136. Además son muy ilustrativos los dictámenes recogidos en el libro *La OPA del Banco de Bilbao...*, *ob. cit.*, que se emitieron a raíz de la lucha por el control del Banco BANESTO.

(47) En el epígrafe que dedico propiamente a las funciones de dirección de la Comisión sobre las sociedades (letra A del apartado VI).

(48) Han desaparecido otras facultades que se consideraron durante la elaboración del Decreto. Así, y como consecuencia de la función supervisora del mercado, se adujo que ante la advertencia de transacciones de valores que supusieran adquisiciones de participaciones significativas sin la presentación de una oferta, u otras actuaciones que infringieran la misma, y sin perjuicio de las medidas de reacción previstas en la LMV, podía reconocerse a la Comisión otras facultades como la posibilidad de exigir bien la enajenación de las acciones adquiridas sin presentar una oferta (posibilidad regulada en los borradores de Decreto y que se desmenuzaba en varias facultades a favor de la Comisión para prever la existencia de acuerdos simulados entre los contratantes, así como salvaguardar la libre formación de los precios en el mercado, etc.), bien instar a la presentación de una oferta pública, con las mismas condiciones (en especial, y como es lógico, el precio satisfecho), por las restantes acciones.

(49) Esta regulación fue objeto de varias enmiendas (que no prosperaron) durante la tramitación del proyecto, tanto en el Congreso de los Diputados como en el Senado,

ción y transmisión de los valores, carácter esencial de la institución bursátil, puede verse en cierto modo impedida (50) por un acuerdo de la Comisión, admitido en el artículo 33 de la LMV.

En el Derecho comunitario está reconocida la figura de la suspensión de la negociación de valores (recogida en el art. 14 de la Directiva 79/279, de Sentencia de marzo de 1979, sobre coordinación de las condiciones de admisión de valores mobiliarios a cotización oficial en una bolsa de valores). Los términos de este artículo son amplios al establecer sólo la posibilidad («las autoridades podrán...»), con lo que se pospone la regulación a la específica normativa de cada Estado miembro. Las causas que pueden dar lugar a esta suspensión se delimitan con conceptos jurídicos indeterminados, derivados de modo preferente de la exigencia «del buen funcionamiento del mercado» y de la protección de los inversores. Pero, en todo caso, estas causas que producen una anormal o irregular contratación deben caracterizarse por su *temporalidad*, lo que deriva del carácter provisional de la suspensión (51).

A) *Legislación anterior*

La posibilidad de suspender la negociación de determinados valores también se admitía en la legislación anterior a la LMV, con unos trazos no muy alejados de los actuales, por lo que no estimo ocioso su recordatorio. Así, el Reglamento de Bolsas admitía que la Junta Sindical de la Bolsa, donde estuvieran admitidos a negociación determinados valores, suspendiera la contratación sobre los mismos. Esta suspensión podía tener como origen dos causas muy distintas.

Por una parte, podía ser consecuencia del incumplimiento por la

con la pretensión de reconocer a las sociedades rectoras esta facultad, lo que implicaba dotarlas de mayor autonomía, garantizar la rapidez de la medida por su cercanía con la negociación y evitar, según algunos grupos, así como el excesivo intervencionismo del poder central.

(50) El DOBE ha regulado, en sus artículos 13 y 14, la posibilidad de realizar transmisiones cuando la negociación de los valores estaba suspendida, que admitía el artículo 37 de la LMV.

(51) Con relación a los países comunitarios que han diseñado también órganos externos de control, en Italia también se reconoce a la CONSOB la posibilidad de suspender la negociación de los valores cuando existe una grave irregularidad o anomalía en la contratación o en la formación de los precios (M. CERA, *La CONSOB, ob. cit.*, págs. 182 y ss.; además puede verse en particular el artículo 30 del reglamento que regula la admisión de títulos a la cotización oficial, de 24 de mayo de 1989, así como A. JANNUZZI, *La CONSOB, ob. cit.*, págs. 275 y ss.). Pero además, como se leerá con posterioridad, la CONSOB puede suspender la admisión a la negociación de los valores como consecuencia de determinadas circunstancias concretadas en la deliberación de la CONSOB de 18 de julio de 1989 (recogida por A. JANNUZZI, *La CONSOB, ob. cit.*, págs. 489 y ss.). En Francia, sin embargo, las facultades de suspensión no radican en la COB, sino en el Consejo de Bolsas, órgano que las ha delegado a la Sociedad de Bolsas (como entidad especializada, integrada por las distintas sociedades bursátiles). Al controlar esta entidad el desenvolvimiento diario del mercado tiene atribuida, por delegación del Consejo de Bolsas, el acuerdo de suspensión de la negociación (J. M. LÓPEZ ARCAS, *La bolsa...*, *ob. cit.*, pág. 81).

sociedad emisora de los valores de determinadas obligaciones (52). En consecuencia, esta suspensión tenía un claro matiz sancionador. Por otra parte, podía también la Junta Sindical suspender la cotización de valores cuando se modificara o alterara la configuración de los valores por causa de «*acontecimientos eventuales o noticias de fuente fidedigna*». Así, la aparición de circunstancias extrañas a la contratación de los valores, que incidieran de modo significativo en la misma, era también posible causa de suspensión de la cotización.

Una última consideración: el Tribunal Supremo conoció de un acuerdo de suspensión de la cotización (con fecha de 16 de marzo de 1976), que se resolvió por la Sentencia de 22 de marzo de 1983 (53) confirmando el levantamiento de la suspensión. Aparte de observar el largo período de tiempo que el acuerdo anulado mantuvo su eficacia, mencionó la sentencia porque en la misma se destacó la incorrección de suspender la cotización sin motivar las causas del acuerdo (aspecto evidente desde la óptica administrativa, pero, como veremos, no tan claro en el desenvolvimiento de la actividad bursátil).

B) *La suspensión en la LMV*

Tras la reforma del mercado de valores, la facultad de suspender la negociación no mantiene ningún resquicio de la primera modalidad de suspensión, la suspensión sancionadora, ni a favor de las sociedades rectoras (54) ni a favor de la Comisión (los incumplimientos pueden ocasionar, en algunos casos a los que aludiré con posterioridad, la exclusión de la negociación, pero nunca la suspensión). En el análisis de la misma distinguiré los elementos subjetivos (es decir, las entidades legitimadas para solicitar el acuerdo, ya que la competencia es siempre de la Comisión), los elementos objetivos (los supuestos en que puede aplicarse esta medida) y los elementos procedimentales (los posibles trámites que ha de seguir la Comisión antes de adoptar el acuerdo).

1. Los interesados

El acuerdo de suspensión de la negociación podrá producirse bien de oficio, a consecuencia de actuaciones internas de la propia Comisión,

(52) Los artículos 48 y 49 del RB admitían el acuerdo de suspensión de la negociación de valores cuando, bien la entidad emisora no realizara las informaciones y las comunicaciones preceptivas, bien no alcanzara los porcentajes exigidos de liquidez, frecuencia y volumen en la contratación de sus valores.

(53) Un comentario de la misma, J. ZURITA y SÁENZ DE NAVARRETE, *Acuerdo de suspensión de contratación en bolsa de unas acciones*, en «RDBB», núm. 14, págs. 425 y ss.

(54) Con relación a las sociedades rectoras de las bolsas, debe tenerse en cuenta que las mismas sólo pueden acordar la «interrupción» de la negociación en dos supuestos extraordinarios. Uno, el regulado en el artículo 12 del DSR, en su letra c), que otorga esta facultad a la sociedad rectora en «*casos de urgencia y particular gravedad*». Estos términos, calificables como conceptos jurídicos indeterminados, deberán ser interpretados de modo singular y particular en cada supuesto. Pero, en todo caso, deberán presentarse

bien instado tanto por la entidad emisora de los valores objeto de suspensión, como por la sociedad rectora en los supuestos ya señalados del citado artículo 12 del Decreto sobre sociedades rectoras. No parece reconocerse ninguna otra legitimación. Los posibles titulares de valores de la sociedad o las entidades que se relacionan con la misma (ya sean intermediarios financieros o terceros acreedores) no son mencionados en el artículo 33 de la LMV. Sin embargo, la omisión de estas posibles personas interesadas no debe conducir en todo caso a negar una intervención de las mismas en un procedimiento de suspensión de la negociación de unos valores, pues, en principio, no debe impedirse la presentación de instancias, peticiones o denuncias por un grupo de accionistas, acreedores o de cualquier persona conocedora de un «acontecimiento eventual o noticia» (en la terminología utilizada por el RB), así como comunicaciones de un órgano judicial. Todos estos supuestos podrán dar lugar a la adopción del acuerdo de suspensión, en su caso, si la Comisión lo considera oportuno y siempre que concurren los elementos objetivos exigidos por el legislador, en aplicación de los principios generales del procedimiento administrativo, en especial del principio de legitimación (ampliado a los supuestos de existencia de un «*interés legítimo*») (55).

Aunque la consideración de estos supuestos particulares pudiera calificarse de extraños o inusuales, a mi juicio conviene no despreciarlos. Así, con relación a los accionistas, ¿qué puede pretender un accionista o grupo de accionistas al solicitar la suspensión de la negociación? Si están disconformes con la gestión social o no les interesa la inversión en dichas acciones venderán las mismas. Si, por el contrario, presienten la existen-

situaciones de más importancia que la mera omisión de los deberes de información o las situaciones que pueden dar lugar a una suspensión acordada por la Comisión, señaladas del artículo 33 de la LMV, que a continuación comentaremos. Porque, en caso de presentarse estas circunstancias, la sociedad rectora instará a la Comisión para que acuerde la suspensión, según establece el mismo artículo 12 antes de reconocer la facultad de interrupción a favor de las sociedades rectoras. El segundo supuesto admite la interrupción de las sociedades rectoras cuando la misma pueda evitar llevar a cabo una infracción en materia de disciplina bursátil, según destaca la letra *d*) del artículo 12 del DSR. Sólo en el caso de que no sea eficaz la suspensión de la negociación por la Comisión, debido a una imperiosa urgencia, parece que la sociedad rectora podrá hacer uso de esta facultad extraordinaria. Esta interrupción concluirá bien con un acuerdo de suspensión de la negociación por parte de la Comisión, bien con el límite máximo que se reconoce a su eficacia (el transcurso de 48 horas desde la interrupción) a que alude *in fine*, la letra *c*) del mismo artículo. El incumplimiento de esta normativa puede constituir infracción del mercado de valores, al tipificarse la suspensión de la negociación por los organismos rectores como infracción muy grave en la letra *b*) del artículo 99 de la LMV.

(55) Tras la incidencia de la Constitución en la LPA, como reconoce la doctrina (valga por todas la cita a E. GARCÍA DE ENTERRÍA y T. R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, *Curso...*, *ob. cit.*, pág. 445 del tomo II) y reitera la jurisprudencia (desde la Sentencia del Tribunal Constitucional 60/1982, de 11 de octubre, se repite por el Tribunal Supremo que el concepto de interés legítimo es más amplio que el de interés directo; entre las últimas, sirva la referencia a la Sentencia del Tribunal Supremo de 4 de febrero de 1992). Estas consideraciones han sido introducidas en la Ley de Régimen Jurídico de las Administraciones públicas y del Procedimiento Administrativo Común, que reconoce como interesados en el procedimiento administrativo a los que ostenten un interés legítimo, ya individual o colectivo (art. 30).

cia de manipulaciones en los precios o contrataciones indebidas, podrán presentar una denuncia ante la Comisión o ante los órganos judiciales correspondientes. Por tanto, una solicitud de suspensión no parece que se dirija de modo inmediato a la protección de sus intereses, más bien tendría el carácter de una medida desproporcionada de presión, extraña al funcionamiento correcto del mercado bursátil. Más eficaces que las solicitudes de suspensión son otros instrumentos que se reconocen de modo particular a los titulares o tenedores de valores negociables frente a la sociedad (así, la correspondiente impugnación de acuerdos, la solicitudes al órgano judicial para convocar una junta, etc.).

Del mismo modo, no debe negarse la posible presentación de denuncias o peticiones a los acreedores, así como a los órganos judiciales concededores de un procedimiento de suspensión de pagos o quiebra de la sociedad. En teoría, no sólo pueden, sino que, a mi juicio, deben ponerlo en conocimiento de la Comisión, aunque en la práctica estos supuestos serán de desacostumbrada frecuencia. Con relación a la quiebra, porque será verdaderamente curioso que la actuación de un órgano judicial o de un acreedor suscite la quiebra de una entidad cuyos valores negocian en bolsa sin que con anterioridad no existiera ningún indicio de irregular situación social, no percibido por las sociedades rectoras o por la Comisión (como se leerá con posterioridad, al menos cada tres meses toda sociedad que tenga valores admitidos a negociación debe presentar determinada información social y económica). Con relación al caso de una suspensión de pagos, la propia sociedad cotizada está obligada a poner en conocimiento de la Comisión este hecho, así como otros similares, por lo que parece que siempre llegará antes esta comunicación sobre la intención de presentar solicitud de suspensión de pagos o quiebra que cualquier instancia de un acreedor o una resolución judicial (sin perjuicio de entender que no estará de más cualquier actuación de estas personas que, conociendo la suspensión de pagos o quiebra de la entidad, lo comuniquen a la Comisión).

En fin, cualquier persona o entidad que acredite un interés legítimo puede presentar también solicitudes de suspensión. Así, en el supuesto de una entidad que ha presentado una oferta pública de adquisición de las acciones de otra sociedad cotizada, si observa que ésta realiza prácticas y maquinaciones para defenderse de la oferta hostil (56).

(56) El supuesto no es extraño a la realidad. Durante la oferta pública de adquisición de las acciones de Bodegas Bilbaínas presentadas por la Compañía Vinícola del Norte de España (el 12 de julio de 1991), esta entidad solicitó a la Comisión la suspensión cautelar de la negociación, ante posibles prácticas para el alza del precio de la contratación de los valores (el precio en la oferta se fijó en 8.800 pesetas y las acciones llegaron a cotizarse a 9.250 pesetas durante el período de aceptación, por lo que se hacía poco atractiva para los accionistas). La Comisión Nacional no admitió dicha solicitud. ¿Qué ventajas hubiera producido la suspensión a la entidad «opante»? A mi juicio, la suspensión, que con acierto no acordó la Comisión, no hubiera resuelto la polémica. Fue más acertada, desde un punto de vista estratégico, la siguiente solicitud de la sociedad, la prórroga del plazo de aceptación de la oferta, que podía relajar el mercado («El País», 14 y 15 de agosto de 1991). Sin embargo, como es conocido, esta guerra la perdió la

En conclusión, entiendo que la mención de los sujetos legitimados para instar la suspensión de la negociación por la LMV es meramente enunciativa. Debe reconocerse que la Comisión puede adoptar un acuerdo de suspensión como consecuencia de solicitudes presentadas en su sede por personas o entidades distintas a las señaladas en el artículo 33, en virtud de la aplicación de la LPA, aunque los mismos puedan parecer extraños o excepcionales. Lo más frecuente será que el origen de la suspensión derive de comunicaciones de la propia entidad cuyos valores negocian en bolsa, de la sociedad rectora y, de manera especial, de la propia Comisión en virtud de su conocimiento de las vicisitudes del mercado.

2. Los requisitos objetivos de la suspensión de la negociación de valores

En el ejercicio de esta facultad, la Comisión, como es lógico, no goza de una total e ilimitada discrecionalidad para suspender de modo arbitrario la negociación de un valor, sino que el acuerdo ha de derivar, y así se debe hacer constar en la motivación de la resolución del Consejo, hora del concurso de «*circunstancias especiales que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones*» sobre dichos valores, hora de que la protección de los inversores aconseje dicha cautela (art. 33 de la LMV) (57). Por tanto, desde un punto de vista objetivo, los presupuestos para que pueda acordarse la suspensión de la negociación se concretan en los conceptos jurídicos indeterminados ya transcritos.

Al aplicar a dichos presupuestos la teoría de los conceptos jurídicos indeterminados (58), podemos concretar algunas situaciones que sirvan de ejemplo. Así, las circunstancias en que no habría duda en acordar la suspensión (núcleo del concepto o zona de certeza positiva, en términos técnicos) serán aquellas, por ejemplo, en que la no suspensión suponga un «desamparo» de los inversores; en otros términos más expresivos,

compañía vinícola del norte, ya que no se alcanzó el porcentaje mínimo necesario para la eficacia de la oferta (establecido en el 30 por 100), ya que sólo fue aceptado un porcentaje algo superior al 2 por 100.

(57) Los términos utilizados parecen más precisos que los establecidos en el artículo 52 del RB (la incidencia en la «*estimación*» del valor o la afectación a «*cualquier otra condición sustancial*»), que tienen, ya a primera vista, una significación más amplia. En todo caso, concuerdan con los utilizados por la Directiva de las Comunidades, de 5 de marzo de 1979, que en su artículo 14.1 admite la posibilidad de suspensión de la negociación «*cuando el buen funcionamiento del mercado no este asegurado de forma temporal, o corra el riesgo de no estarlo, o cuando la protección del inversor así lo exija*».

(58) En especial, en los términos expuestos por E. GARCÍA DE ENTERRÍA y T. R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, en su *Curso...*, *ob. cit.*, pág. 455 del tomo I, y F. SAINZ MORENO, *Conceptos jurídicos, interpretación y discrecionalidad administrativa*, Ed. Cívitas, 1916, que diferencian: 1) el núcleo o zona de certeza positiva, *Begriffkern*, donde se encuentran aquellas situaciones claramente comprendidas en el concepto jurídico que se interpreta; 2) el halo del concepto, *Begriffshof*, la zona indeterminada donde debe atenderse con mayor precisión a las circunstancias del supuesto concreto para su calificación, y 3) la zona de certeza negativa, donde las situaciones, en modo alguno, pertenecen a dicho concepto.

cuando la no suspensión de la negociación lleve a la realización de operaciones que en ningún modo se hubieran efectuado de haber conocido ciertos datos, por no ser beneficiosas. Quizá sea éste el ejemplo más común, la situación de ignorancia de informaciones sustanciales por el mercado que puedan dar lugar a la realización de operaciones desventajosas, las cuales se hubieran podido evitar con la suspensión de la negociación, dando tiempo tanto a un conocimiento generalizado como a una igual posición entre los inversores.

Pero, además, a mi juicio, debe matizarse la anterior consideración con dos ideas. Primera, que la Comisión ha de entender que el desamparo de los inversores es notable, manifiesto y claro. Segunda, no puede pretenderse que el poder público ejerza una tutela en las inversiones y operaciones financieras que realice cualquier persona, en el sentido que las mismas sean siempre beneficiosas. La protección a los inversores, términos que utiliza con cierta frecuencia la LMV (59) y que constituye un principio esencial de la reforma (60), se refiere siempre a la difusión de información para lograr una posición de igualdad o, al menos, y lo que puede ser más preciso, una inexistencia de situaciones desiguales por el conocimiento de diferente información, por «opacidad» o «turbiedad» del mercado. La tutela irá por tanto siempre dirigida a contrarrestar las sombras de la contratación buscando la transparencia en las operaciones, a reducir las situaciones privilegiadas en beneficio de la igualdad, pero no a lograr beneficios en todas las carteras que opten por invertir en el mercado de valores.

Los supuestos que no deben dar lugar a la suspensión de la negociación («zona de certeza negativa» de este concepto indeterminado) serán todas aquellas situaciones en las que el transcurso del tiempo o la difusión de información en nada cambia las expectativas del mercado, la posición de los inversores o, en los términos utilizados por el RB, cuando no se afecte a la estimación del valor o a sus condiciones esenciales.

Por otra parte, con relación al otro concepto jurídico indeterminado, «las circunstancias que puedan perturbar el normal desarrollo de las operaciones», su núcleo de certeza positiva se integrará por la existencia de circunstancias que impidan una regular y ordinaria contratación. Así, por ejemplo, afectará a la ejecución de la operación la existencia de novedosos derechos de tanteo o de retracto a favor de los accionistas introducidas en una modificación estatutarias. También el conocimiento de la apertura de un proceso de suspensión de pagos o la intención de apropiación de

(59) Una rápida lectura de la Exposición de Motivos de la ley y de sus normas de desarrollo sirve para comprobar este aserto. A mero título de ejemplo, en la Ley se recoge este sintagma «protección de los inversores», en los artículos 13.2, 33, 34.2, 40, 44, 79, 80.c) y d), 100.n), etc.

(60) Aunque, como ya se ha puesto de manifiesto, es discutido por algunos autores al entender que no puede pensarse siempre en el inversor como un débil sujeto para encarecer y agravar las obligaciones de los «agentes especializados que han de cubrir los costes incurridos para producir información» (B. ARRUÑADA, *¿Hacia...*, ob. cit., pág. 164).

los valores puede exigir la suspensión de la negociación. En sentido inverso, la zona de certeza negativa se integrará por aquellos supuestos de modificaciones estatutarias, por seguir con el mismo ejemplo, que en nada afectan a la negociación de los valores.

Parece, en principio, que estos dos supuestos pueden presentarse de forma independiente. Otra cosa no puede deducirse tras el uso de la conjunción disyuntiva «o» por el legislador. Sin embargo, a mi juicio, será difícil la aparición de situaciones de suspensión de negociaciones que se puedan calificar sólo como protectoras de los inversores y no coadyuven al desarrollo regular del mercado. La interconexión entre la protección del inversor, la transparencia del mercado y el desarrollo normal del mismo conducen a entender que las circunstancias extraordinarias afectarán a los dos parámetros destacados por el legislador.

Por último, la concreción de estos conceptos jurídicos indeterminados deberá ser objeto de una interpretación estricta, debido a lo extraordinario de esta facultad (en aplicación del art. 4.º del Código civil), así como a las importantes consecuencias que puede ocasionar, difícilmente reparables. Además deberá tenerse en cuenta que la finalidad de la suspensión se encamina de forma directa a la protección de los inversores, al normal desarrollo del mercado. Cuando no puedan conseguirse tales objetivos, bien porque realmente no está el mercado desprotegido, bien porque no mejora la situación con la suspensión, no deberá adoptarse un acuerdo de suspensión. El ejercicio de esta facultad dirigido a otras finalidades entraría dentro del concepto de desviación de poder.

Como ya se ha escrito, estos presupuestos también deben concurrir para que en el caso de una oferta pública de venta se suspenda la negociación (Disposición Adicional 2.ª del Real Decreto 116/1992, de 14 de febrero, sobre anotaciones en cuenta y compensación y liquidación de valores, en adelante DAC). La mera formulación de la oferta no es suficiente para originar la suspensión si no se presume la perturbación en el mercado o la necesidad de proteger a los inversores mediante una suspensión cautelar. Aunque, ciertamente, la propia excepcionalidad del supuesto, de formular una oferta pública de venta de valores cotizados, parece ya predecir una alteración en el mercado ante el aumento de papel en el mismo.

3. Trámites esenciales de este procedimiento de suspensión de la negociación de valores

El procedimiento de suspensión se iniciará bien cuando la sociedad o la rectora comuniquen la existencia de posibles circunstancias que podrían dar lugar a la suspensión, de acuerdo con la Ley, bien cuando la Comisión aprecie la existencia de las mismas. La urgencia, que en todos los casos exige la eficacia de la medida, implicará que los trámites administrativos se realicen del modo más rápido posible; en otras palabras, se pondrá de manifiesto la flexibilidad característica del procedimiento administrativo al prescindir de trámites accesorios e incidentales. De ahí que, comprobada o acreditada la circunstancia y encuadrada la mis-

ma en los conceptos jurídicos mencionados en el artículo 33 de la LMV, se adoptará del modo más inmediato posible el acuerdo de suspensión, si no cabe la protección del mercado mediante la adopción de otras medidas.

No considero esencial en este procedimiento el importante trámite de audiencia a los interesados (sin perjuicio de que el mismo pueda darse en algunos casos, pero de forma verbal, telefónica, por la urgencia de la situación). Ni de los preceptos relativos a la suspensión de la LMV ni del RB puede obtenerse una fácil y pronta solución. La aplicación supletoria de la LPA podría servir para apoyar la necesidad de este trámite, por su carácter esencial. Sin embargo, las actuaciones establecidas en la LPA, según explica la olvidada Exposición de Motivos (61) de la antigua LPA «podrán darse o no en cada caso, según la naturaleza y exigencias propias del procedimiento que se trate». Deberá tenerse en cuenta la naturaleza de este procedimiento excepcional para resolver sobre la esencialidad o no de este trámite, aspecto por otra parte admitido en la Constitución (art. 105.c) (62). El carácter excepcional y la necesaria rapidez en la adopción del acuerdo de suspensión exigen que el cauce procedimental no se entretenga por actuaciones que pueden enredarse en prolongados meandros, así como, en su caso, prevenir a los perturbadores del mercado.

Nada establece la LMV con relación a la comunicación del acuerdo de suspensión. Pero de los principios esenciales de todo procedimiento y actuación administrativa, así como de los artículos del RB que pueden entenderse vigentes sin perjuicio de las necesarias acomodaciones a la LMV (en especial el art. 52), no hay duda sobre la necesidad de comunicación a las sociedades rectoras de las bolsas para que suspendan la negociación de los valores, lógico corolario de la eficacia al acuerdo, y aunque no se negocien en todas las bolsas los valores, la comunicación deberá hacerse extensiva a todas, para coadyuvar a una mayor difusión, así como por mantenerse en vigor el citado artículo 52 del RB. También, y como es lógico, deberá comunicarse el acuerdo a la sociedad de bolsas, en el caso de que los valores se negocien en el mercado continuo.

También en el RB se mencionan como sujetos receptores de la comunicación al Ministerio y a la junta central de los colegios oficiales de corredores de comercio. A mi juicio, no es aplicable la exigencia de esta obligación (sin perjuicio de que pueda entenderse conveniente y realizarse), con referencia al Ministerio. No es idéntica relación que existe entre éste y la Comisión que la que existía con las antiguas Juntas Sindicales. La Comisión tiene atribuidas las competencias para una actuación «autónoma» de supervisión del mercado, mientras que las antiguas Juntas Sindicales ejercían diversas funciones bajo la tutela del Ministerio. Con relación a la comunicación al hoy colegio oficial de corredores de comer-

(61) Entre otros, F. GONZÁLEZ NAVARRO, *Derecho administrativo español, II*, Ed. EUNSA, pág. 208.

(62) Este precepto garantiza la audiencia de los interesados en el procedimiento administrativo pero «cuando proceda», por lo que pueden existir procedimientos sin el conocido trámite de audiencia.

cio, aunque no parece existir un precepto claro que lo exija, a mi juicio sí deberá realizarse. En la actualidad se admite la negociación de los valores suspendidos (art. 37 *in fine* de la LMV, que desarrolla el Decreto sobre operaciones bursátiles especiales), a diferencia del régimen anterior y, por tanto, si bien no es necesario alertar a los corredores para que no intervengan en operaciones sobre valores cuya negociación ha sido suspendida, sí, sin embargo, deberán tener conocimiento de las suspensiones para realizar, en su caso, la preceptiva comunicación a la sociedad rectora de las transmisiones sobre valores con cotización suspendida en las que participen (según impone el mismo art. 37 de la LMV y el art. 14 en relación con el 10 del Decreto mencionado) (63).

Pero, y además de estas comunicaciones preceptivas según el RB, entiendo que también debe exigirse la comunicación del acuerdo de suspensión a la entidad emisora de los valores, así como a las personas que hubieran solicitado la suspensión (al tener la condición de interesados y ser perfectamente identificables, al aplicarse el art. 58 de la LPA, que exige la notificación a los interesados en el procedimiento) (64). Además deberá difundirse a través de los medios correspondientes (de modo fundamental, mediante la publicación en los boletines de cotización) (65) ya que es necesaria su divulgación y conocimiento por el mercado, tanto por los titulares de valores directamente afectados por la suspensión como por los intermediarios bursátiles e inversores.

Con relación a la comunicación que se envíe a la sociedad emisora de los valores objeto de suspensión, deberá contener una clara motivación (66), es decir, detallará las causas y razones que han llevado a dicho acuerdo (67), que en nada cabe identificar con los presupuestos establecidos por el legislador. Los conceptos jurídicos indeterminados aludidos no son

(63) Además, puede recordarse que el DOPA establece la necesaria comunicación del acuerdo de suspensión a consecuencia de la presentación de una solicitud de oferta de adquisición, además de a las sociedades rectoras, al Consejo General del colegio oficial de corredores de comercio y al Consejo General del notariado (art. 13).

(64) Sirva la referencia a E. GARCÍA DE ENTERRÍA y T. R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, *Curso...*, *ob. cit.*, págs. 564 y ss. del tomo II.

(65) No se exige la difusión mediante la publicación en diarios nacionales, como en otros muchos supuestos relativos a las incidencias de las sociedades.

(66) Esta afirmación no es sino una aplicación directa del artículo 54 de la LPA. Aunque la solicitud de suspensión pueda haberse presentado por la sociedad, más que un derecho, la suspensión constituye una restricción y limitación de derechos, pues impide la contratación de los valores por uno de los medios más habituales.

(67) Entre otros comentarios, GARCÍA DE ENTERRÍA y FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ en su *Curso...*, *ob. cit.*, pág. 549 del tomo I. Estos criterios han sido asumidos por la jurisprudencia, tanto del Tribunal Supremo como del Tribunal Constitucional, que exigen que la motivación se realice «con la amplitud necesaria para el debido conocimiento de los interesados y su posterior defensa de derechos, siendo de significar igualmente que dicha motivación cumple distintas funciones: viene a asegurar la formación de la voluntad de la Administración, constituye una garantía para el administrado que podrá impugnar en su caso el acto administrativo con posibilidad de criticar las bases en que se funda y facilita el control jurisdiccional de la Administración, que sobre su base podrá desarrollarse con conocimiento de todos los datos necesarios...» (términos transcritos de la Sentencia del Tribunal Supremo de 23 de abril de 1990, que reiteran

en puridad los motivos y razones del acto. Si bien pueden constituir la razón última, son el fundamento jurídico de la excepcional medida cautelar, no los elementos fácticos, los hechos que la han motivado. No será, por tanto, suficiente para la legalidad de la notificación, que se reiteren los términos del artículo 33 de la LMV, la concurrencia de los conceptos jurídicos indeterminados en que el legislador establece la suspensión, como cláusulas de estilo. Así lo ha destacado la doctrina y la jurisprudencia (68), pues no cabe entender por motivación la expresión del concepto jurídico indeterminado, es necesario mencionar los distintos elementos que conforman el supuesto de hecho y justificar la calificación del mismo dentro del concepto jurídico indeterminado a que alude la Ley «*otra cosa no es expresar un motivo, es, más bien, formular una conclusión*» en los expresivos términos de E. GARCÍA DE ENTERRÍA y T. R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ (69). Habrá que exponer las causas reales que han servido para adoptar dicho acuerdo, expresión de indudable trascendencia para los supuestos en que la entidad cuyos valores se suspenden o sus accionistas no estén conformes con dicha medida y pretendan su anulación. La falta de este requisito esencial podrá dar lugar, en caso de que se aprecie indefensión, a la anulación del acto (70).

4. Eficacia e impugnación del acuerdo

Esta medida excepcional se prorrogará hasta que desaparezcan las circunstancias que dieron lugar a su adopción, bien hasta que se pueda restablecer la normalidad de la negociación, bien hasta que exista un conocimiento generalizado o difusión en el mercado que garantice la transparencia en la negociación, así como una posición semejante entre los inversores. Pero en todo caso esta cautela no podrá mantenerse por un período de tiempo superior al establecido «*reglamentariamente*» (71).

Esta remisión normativa relativa al plazo, que se realiza en el artículo 33 de la LMV, no ha sido aún cumplida por el Gobierno. Aunque, y como ocurre en otras ocasiones, el número 1 de la Disposición Adicional quinta

otras; así, la Sentencia del mismo Tribunal de 3 de marzo del mismo año, que exige la relación de hechos y fundamentos jurídicos, aunque sucintos), o la Sentencia del Tribunal Constitucional de 16 de junio de 1982.

(68) F. SAINZ MORENO, *Conceptos jurídicos...*, *ob. cit.*, pág. 278. Entre las últimas Sentencias pueden citarse las del Tribunal Constitucional 27/1992, de 9 de marzo, así como la del Tribunal Supremo, de 17 de mayo de 1991 (que recoge pronunciamientos del Tribunal Constitucional), o de 2 de julio de 1991, que mantiene el criterio de la no necesidad de unos comentarios exhaustivos, sino que basta «con patentizar sustancialmente el juicio fundado, de modo que el particular comprenda el por qué de la decisión».

(69) En su *Curso...*, *ob. cit.*, pág. 550 del tomo I.

(70) Sirvan por todas la cita a E. GARCÍA DE ENTERRÍA y T. R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, *Curso...*, *ob. cit.*, pág. 549 del segundo tomo, lo que también destaca la jurisprudencia; así, entre otras muchas, las Sentencias del Tribunal Supremo de 4 o 13 de junio de 1991.

(71) En el mercado de valores italiano, la suspensión de la negociación de los valores no puede superar los dieciocho meses (art. 30 del reglamento de 24 de mayo de 1989).

del DSR ha salvado, bajo un principio de seguridad jurídica y continuidad, las disposiciones del RB, con la conveniente adaptación de estas disposiciones a la realidad y principios de la normativa vigente (cláusula contenida en la letra f) de dicha disposición), al recordar lo establecido en las mismas se observa que no se solucionan los problemas.

En el reglamento de bolsas sólo se establecía un plazo máximo de seis meses de suspensión para los supuestos «sancionadores», es decir las suspensiones originadas por incumplimientos e infracciones de los índices establecidos (arts. 47 a 49 del RB). Las restantes suspensiones, las que se dirigían a salvar la contratación de circunstancias y acontecimientos extraordinarios, no tenían un plazo temporal fijado con precisión. El artículo 52 del RB alude sólo al «ínterin» para constatar la información o delimitar el alcance de dichos acontecimientos (72). No considero aplicables los plazos de la suspensión «sancionadora», pues el espíritu de la norma es totalmente distinto (ya la no aplicación en el régimen anterior, es bastante significativa). La solución dada en el artículo 52 del RB, para los restantes supuestos, nos lleva al mismo desenlace. En conclusión, la laguna existe hasta que se desarrolle el precepto por el correspondiente reglamento. Sólo existe el plazo máximo de veinte días en las suspensiones motivadas por la formulación de una oferta de venta pública, aunque desvirtuado el carácter perentorio del plazo al reconocer la facultad de posible prórroga a la Comisión ante circunstancias excepcionales, que sólo ella debe valorar. En todo caso, la excepcionalidad de la medida aboga por su desaparición en el plazo más breve posible.

Por último, a pesar de no existir en la LMV un precepto semejante al artículo 53 del RB, relativo a la posible impugnación de estas resoluciones de suspensión, no existe ningún desamparo ante estos acuerdos (73). Las situaciones de los afectados por el acuerdo de suspensión quedan salvaguardadas ante el régimen general de impugnación recogido en el artículo 16 de la LMV, es decir, el acuerdo de suspensión agota la vía administrativa y podrá ser objeto de impugnación con sujeción a las reglas generales, que en el correspondiente capítulo analizaremos.

C) *La suspensión de la negociación de un contrato*

Distinta a la suspensión de la negociación comentada, relativa a valores admitidos en bolsa, la Comisión puede también suspender la eficacia de un contrato de futuro o un contrato de opción cuando concurren las circunstancias para legitimar la suspensión, ya analizadas, pero de sólo un contrato. Si surgen circunstancias excepcionales que perturban el

(72) Quizá esta falta de precisión fue una de las causas de la existencia, al modificarse el régimen, de múltiples sociedades con la negociación suspendida desde tiempos remotos.

(73) Algunos grupos parlamentarios, durante la elaboración en las Cortes de la LMV, alegaron cierta desprotección ante esta medida y pretendieron, mediante la presentación de enmiendas al correspondiente artículo, aclarar los recursos contra el acuerdo de suspensión de la negociación.

desarrollo del mercado de futuros y opciones u originan desigualdad entre los inversores, la Comisión deberá comunicarlo al Ministro, a quien corresponde la competencia para suspender varios contratos o, incluso, la actividad en dichos mercados (art. 6.º del Decreto sobre los mercados de futuros y opciones).

La regulación de esta facultad se realiza con los mismos parámetros que la descripción ya examinada del artículo 33 de la LMV. Sólo se ha especificado, como singularidad, el plazo de vigencia máximo de estas suspensiones en diez días, aunque también desvirtuada su perentoriedad al poder ser ratificada la suspensión cautelar alegando la subsistencia de las causas que originaron la misma.

III. LA EXCLUSIÓN DE LA NEGOCIACIÓN DE LOS VALORES O DE CONTRATOS

Otra de las importantes facultades de dirección de la Comisión relativa a la negociación de los valores es la regulada en el artículo 34 de la LMV, la posibilidad de excluir determinados valores de la cotización. El nuevo régimen ha modificado los criterios de la exclusión establecidos en el RB, donde los artículos 47 y siguientes (74) configuraban la exclusión como una medida sanción (siempre precedida de la suspensión de la negociación, que se ha eliminado, como se leerá en la reforma) o como consecuencia de la voluntad de la sociedad. En este último supuesto era necesario la promoción de una oferta pública de adquisición, aprobada por la junta general (75), pero sólo cuando figurara este derecho en los estatutos sociales o en la escritura de admisión (76).

En el Derecho comunitario la facultad de exclusión de la cotización (figura que se reconoce en el Directiva 79/279, de 5 de marzo) sólo se funda en el mantenimiento del normal funcionamiento del mercado. Cuando se den circunstancias que impidan que los valores se negocien de modo regular se admite que la autoridad competente excluya los valores del mercado (art. 14.2 de la Directiva) (77).

(74) Estos preceptos fueron objeto de nueva redacción por el Real Decreto de 13 de junio de 1981.

(75) Este matiz se introdujo en el Decreto de reforma de 1980, ya que para la redacción originaria de 1967 era suficiente un acuerdo del Consejo de Administración de la entidad.

(76) Un comentario de este régimen lo realiza J. ZURITA, *La exclusión de la cotización oficial: primeras impresiones sobre su nuevo régimen*, en «RDBB», núm. 6, págs. 329 y ss.

(77) En Italia también se atribuye a la CONSOB la decisión de acordar la exclusión de la cotización de los valores cuando, ante circunstancias singulares, no pueda mantenerse el desenvolvimiento normal del mercado (art. 30 del decreto de 14 de mayo de 1989), si no han desaparecido las causas que motivaron un acuerdo de suspensión, además de la posibilidad de revocar la admisión a la autorización, lo que producirá también la exclusión de la negociación de los valores (A. JANNUZZI, *CONSOB...*, *ob. cit.*, pág. 488). Del mismo modo, en Francia es facultad de la COB decidir la exclusión de los valores de la negociación al atender a la escasez del número de títulos negociados, a la inexistencia de dividendos durante cinco años o a la escasez de difusión entre el público de dichos títulos (N. DECOOPMAN, *Bourses de commerce...*, *ob. cit.*, núm. 16).

Sin embargo, el nuevo Derecho español ha mantenido una cierta diversidad de supuestos que pueden dar lugar a la exclusión de los valores. El propio artículo 34 de la LMV regula de modo independiente en dos párrafos estos supuestos, que merecen por ello un comentario separado.

A) *La exclusión de valores debido a incumplimientos*

1. Requisitos

El incumplimiento de determinados requisitos relativos a la contratación de ciertos valores puede producir la exclusión de la negociación de los mismos, según establece el primer párrafo del artículo 34 de la LMV. En este supuesto es donde debe encuadrarse la exclusión a la que alude la Directiva comunitaria, aunque la misma utilice unos términos más amplios al exigir que se llegue a «la convicción» de que en virtud de «circunstancias especiales» no puede desenvolverse de modo regular el mercado de dichos valores. El legislador español ha definido y ha concretado dichas «circunstancias especiales» en los incumplimientos de significativos índices en la contratación de los valores, al entender que son muestra representativa de la normalidad de la negociación. La naturaleza jurídica de este acuerdo de revocación es la resolución de la previa admisión por ineficacia sobrevenida, por incumplimiento de las circunstancias legalmente exigidas, lo que no puede calificarse por revocación por motivos de oportunidad (78).

Así, los incumplimientos se han reducido en la reforma a no alcanzar los umbrales de «difusión, frecuencia y volumen de contratación» establecidos «reglamentariamente». Los restantes incumplimientos de la legislación anterior (de modo fundamental las omisiones de comunicación e información) darán lugar a las correspondientes sanciones, como infracciones en materia de disciplina de mercado, pero en ningún caso pueden llegar a producir la exclusión de la negociación. Parece, por tanto, que la finalidad de la norma se dirige hacia una reducción de los supuestos que dan lugar a la exclusión, para mantener y potenciar la negociación de los valores en los mercados, o al menos no multiplicar los obstáculos para que los valores negociados de una entidad permanezcan en la bolsa. En fin, la idea de que el mantenimiento de los valores en el mercado protege más la posición jurídica de los inversores ha conducido a la regulación actual.

Como ya escribí con anterioridad, no se han reformado los índices o umbrales de los parámetros señalados (se mantiene vigente el RB en este punto, según la letra *b*) de la disposición adicional 5.ª 1 del DSR) y así, se incumplirán cuando no se alcance el 25 por 100 de frecuencia y volumen

(78) Según afirman G. ARIÑO y J. M. SALA ARQUER, *La bolsa...*, *ob. cit.*, pág. 78. Una clara exposición sobre el diferente régimen de ambos conceptos (revocación e ineficacia sobrevenida). E. GARCÍA DE ENTERRÍA y T. R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, *Curso...*, *ob. cit.*, en particular pág. 640 del primer tomo.

de contratación en un año, o en el plazo de tres años existan al menos tres semestres sin superar dicho porcentaje y no se acredite que al menos más de cien personas sean titulares de los valores en una cuantía inferior a la cuarta parte de los mismos (difusión exigida en la letra *f*) del art. 32 del RB).

Varios interrogantes se abren con relación a estos requisitos, de modo esencial determinar si para que proceda la exclusión han de concurrir los tres o bastará con el incumplimiento de cualquiera de ellos. En expresión literal de la LMV, se mencionan de forma sucesiva los requisitos «*de difusión o de frecuencia y volumen de contratación*». Al recordar los criterios gramaticales puede llegarse a la conclusión de que los requisitos que se refieren a los índices de frecuencia y volumen han de apreciarse de modo conjunto, mientras que es alternativa la concurrencia de estos incumplimientos con la falta de difusión.

Aunque ésta sea la interpretación «literal o gramatical», y aunque se llegue a la misma conclusión al recordar los antecedentes legislativos (79), deben tenerse en cuenta algunas observaciones. Así, por un lado, que el incumplimiento de la difusión de accionariado incidirá en los índices de frecuencia y volumen. Salvo que se concierten recíprocos pases de paquetes de valores, no podrán cumplirse dichos índices. De ahí que en la mayoría de los casos, las sociedades cotizadas que incurran en el incumplimiento del índice de difusión perderán, con facilidad, los índices de frecuencia y volumen de contratación. Además, el principio de potenciar el mercado español puede hacer aconsejable exigir de forma conjunta los tres índices para mantener cierto grado de negociabilidad en los mercados españoles.

Por otro lado, y en todo caso, como ya se destacó por algunos autores respecto a la legislación anterior (80), el incumplimiento de la difusión es prácticamente imposible de acreditar. La Comisión difícilmente podrá identificar a los accionistas salvo que en el registro de participaciones significativas se encuentren computados el 100 por 100 de las acciones, cosa, como con facilidad puede apreciarse, extraña. Incluso la propia sociedad, cuando los valores son al portador, carece de medios para identificar a los distintos accionistas; por lo que esta causa de exclusión en la actualidad parece difícil de aplicar.

Sin embargo, es posible que esta situación se modifique de forma radical ante la instauración del nuevo sistema de anotaciones en cuenta. Por definición, no sólo las referencias de registro han de determinar en alguno de sus códigos alfanuméricos el titular, sino que éste ha de estar perfectamente determinado por los mecanismos de asiento contable establecidos en el Decreto (pues ha de existir una cuenta de titulares, según se deduce del art. 47 del DAC). Además, como establece la LSA, las entidades

(79) En el artículo 49 del RB se diferencian en dos números el incumplimiento de los índices de frecuencia y volumen y la inobservancia de la difusión.

(80) Así J. ZURITA, en el artículo ya citado *La exclusión...*, en especial las págs. 345 y ss.

encargadas del registro han de comunicar a las sociedades emisoras los titulares de sus acciones (Disposición Adicional 1.6 de la LSA) (81).

2. Procedimiento

La iniciativa para poner en marcha el procedimiento de exclusión se reconoce tanto a la Comisión como a las sociedades rectoras (legitimación que también recuerda el número 3 del art. 12 del DSR) (82). Todos estos organismos disponen de los datos necesarios para comprobar el cumplimiento de los requisitos de frecuencia y volumen de contratación (y el de difusión en la medida que pueda deducirse del registro de participaciones significativas), como ya anticipé, a los que alude el precepto (83).

No establece más trámites el primer párrafo del artículo 34, pero del carácter sancionador de la norma, así como de la configuración de la Comisión y principios de la LMV, podemos aventurar las líneas esenciales que seguirá dicho procedimiento de exclusión (al tener en cuenta la supletoriedad de la LPA, proclamada en el art. 14 de la LMV).

El procedimiento se iniciará bien en la propia Comisión, al comprobar el incumplimiento de los índices en las labores de seguimiento del mercado, bien tras la comunicación de este hecho por la sociedad rectora que así lo haya comprobado. En todo caso, la adopción del acuerdo de exclusión no podrá realizarse de modo automático, ya que deberá facilitarse el oportuno trámite de «audiencia» a la entidad. Nada más en contra de los principios generales del Derecho que proceder a la exclusión sin conocimiento previo de la sociedad afectada, al ser la exclusión un acto restrictivo de derechos. Pero, además, y como ocurría en la legislación anterior (84), que en principio debe mantenerse, así como derivado de los modos del mercado o de las relaciones entre las sociedades con valores admitidos a negociación y la Comisión, no existe impedimento para que se otorgue un período para el cumplimiento de los umbrales prescritos.

(81) Esta modificación afectará notablemente a las relaciones entre las sociedades, así como de estrategia financiera, al estar fundadas en la actualidad en muchos casos en el anonimato de los títulos al portador negociados en bolsa.

(82) No pueden, sin embargo, estos organismos rectores acordar la exclusión de la negociación de los valores, a diferencia de las antiguas facultades de las juntas sindicales. Además, el incumplimiento de esta regla está tipificado en la LMV como una infracción muy grave por parte de las sociedades rectoras (letra *b*) del art. 99).

(83) Así, en virtud de las funciones de supervisión han de comprobar el cumplimiento de la disciplina del mercado de valores en la contratación poniéndolo en inmediato conocimiento de la Comisión, según dispone el artículo 12.2.a) del DSR. Del mismo modo, y como por otra parte es lógico, la Comisión, en el ejercicio de sus funciones de supervisión, cuenta también con la información necesaria relativa al cumplimiento de los índices a que alude el precepto, en virtud de modo fundamental, de la información estadística que le envían las sociedades rectoras en aplicación de la circular 4/90, de 18 de junio.

(84) Así, en el artículo 49 del RB se otorgaba un plazo (tanto en el supuesto de incumplimiento de los índices de frecuencia y volumen como en el caso de inobservancia del requisito de difusión) de tres meses para acreditar dichas circunstancias.

Transcurrido este plazo, el Consejo de la Comisión adoptará el acuerdo. No puede mantenerse la exigencia del artículo 50 del RB relativa a la obligación de presentar también una oferta pública por la sociedad, de conformidad a los acuerdos presentados cuando se accedió al mercado de valores (85), duda que se podía plantear hasta la reciente derogación del precepto por el Decreto sobre emisión de valores. En la actualidad la oferta pública para la exclusión sólo va ligada a la exclusión voluntaria. La exclusión acordada por la Comisión se ha configurado como automática, por lo que no parece que pueda sujetarse a ninguna condición. Además, como ya puso de manifiesto la doctrina (86), de modo general (sin perjuicio de otros supuestos), las sociedades en las que se pueden plantear supuestos de exclusión no parece que tengan una posición económica desahogada para presentar la adquisición de acciones propias. En fin, no se presentará este interrogante con las nuevas emisiones de valores, pues se ha derogado la obligación de incluir la formulación de una oferta al redactar el folleto para la admisión de valores a la negociación (Disposición derogatoria del DAC).

B) *Las exclusiones de valores voluntarias*

El régimen de las exclusiones voluntarias, esto es, a instancia o solicitud de la propia entidad emisora, se establece en el segundo párrafo de este mismo artículo 34 de la LMV. Frente a la exclusión por incumplimiento, se reconoce el derecho a toda sociedad cuyos valores están admitidos a negociación a conseguir la exclusión de la negociación de los mismos de la bolsa.

Antes de proceder al estudio de este supuesto debe delimitarse de forma negativa el mismo, porque no puede considerarse como exclusión de valores los casos en los que por determinadas circunstancias éstos dejan de negociar; así, por ejemplo, cuando la sociedad amortiza los mismos (ya sea por reducción de capital, ya por su pago, etc.). En estos casos los valores no se excluyen de la negociación, sino que desaparecen, se extinguen, por lo que en modo alguno parece que deba operar el párrafo segundo del artículo 34, que se refiere a la exclusión de valores, que siguen existiendo, sólo que pierden la característica de poder ser negociados en bolsa (87).

(85) Tras la reforma del RB a consecuencia de varios Decretos, en especial del Real Decreto de 13 de junio de 1981 sobre las condiciones de admisión a la cotización, se introdujo la necesidad de acreditar acuerdos tanto de la junta de accionistas como del consejo solicitando la admisión, lo que conducía a exigir otros para la exclusión bajo el principio del *contrarius actus*. Sin embargo la doctrina, así A. SÁNCHEZ ANDRÉS en su artículo *La admisión de valores a cotización oficial*, en «RDBB», núm. 5, págs. 79 y ss., mostró su disconformidad tanto con la redacción ambigua como con el sentido sustantivo de estos requisitos.

(86) Así, J. ZURITA en el artículo citado, en especial pág. 349.

(87) Con buen criterio la Comisión ha advertido la existencia de estos supuestos, calificables de «exclusión-técnica», y no los somete a la disciplina que se expone. Así, para «la baja» de los boletines de cotización de aquellos valores que habían sido objeto de las históricas «operaciones acordeón» de los primeros años 80.

El derecho reconocido a toda sociedad de excluir sus títulos de la negociación en un mercado secundario no es absoluto, sino que la intervención necesaria de la Comisión para su ejercicio le convierte en un derecho relativo. La Comisión puede denegar o condicionar la exclusión de la negociación al considerar los intereses de los titulares de los valores. El legislador ha reconocido una importante facultad a la Comisión para acordar o no la exclusión en el conflicto de intereses que pudiera surgir entre la sociedad y los titulares de los valores (88).

El parámetro para el acuerdo de la Comisión, la lesión de los legítimos intereses de los titulares, es también, como con facilidad puede afirmarse, un concepto jurídico indeterminado que habrá que concretar de manera independiente e individual caso por caso. Al tener presente la doctrina relativa a la interpretación de los conceptos jurídicos indeterminados (89), podemos llegar a alguna conclusión.

Así, no existirá lesión (zona de certeza negativa) cuando todos los titulares de los valores hayan manifestado su consentimiento o indiferencia ante la exclusión de los valores de la sociedad de la negociación en las bolsas. La propia declaración explícita del titular (admisión en virtud del principio de autonomía de la voluntad y de la admisión de la renuncia de derechos según el artículo 6 del Código civil) sobre la exclusión inhibe y silencia la posible actuación tutelar de la Comisión (90). Esta opinión también se apoya en el propio Decreto sobre ofertas públicas de adquisición que excluye del ámbito al que ha de extenderse la oferta pública de adquisición a los titulares de los valores que hayan votado en contra de la oferta e inmovilicen sus títulos (art. 7.º.2 en su segundo párrafo). Por tanto, si todos se oponen a la oferta, si todos quieren la exclusión e inmovilizan sus títulos, no existe motivo para que sea exigible una oferta pública de adquisición [art. 4.c) del DOPA].

Sin embargo, lograr la declaración de la totalidad de los accionistas de la sociedad que pretende excluirse de bolsa será prácticamente imposible en aquellas sociedades «grandes», de amplio accionariado (imposible de reunir en una junta universal), con antigüedad en bolsa (lo que ha podido influir en la pérdida o extravío de los títulos), etc. En estos supuestos en que el porcentaje de adhesión a la exclusión no es del 100 por 100 de los accionistas nos acercamos a la zona de incertidumbre, zona intermedia o halo del concepto, siguiendo los términos acuña-

(88) Como se observará, esta medida flexibiliza la condición absoluta de la legislación anterior.

(89) Ya resumida en el apartado relativo a los elementos objetivos de la facultad de suspender la negociación. Sirvan en todo caso la remisión a E. GARCÍA DE ENTERRÍA y T. R. FERNÁNDEZ RODRÍGUEZ, *Curso...*, ob. cit., pág. 455 del tomo I, y F. SAINZ MORENO, *Conceptos jurídicos...*, ob. cit.

(90) En este sentido, la Comisión Nacional ha adoptado diversos acuerdos de exclusión de la negociación de acciones a instancia de las propias sociedades, cuando las mismas han acreditado el consentimiento unánime de todos los accionistas a favor de la exclusión. Así, la presentación del acta de una junta universal donde se adoptara el acuerdo con la unanimidad de los accionistas ha sido admitido, sin excepción, por la Comisión para acordar la exclusión de la negociación.

dos por la doctrina con relación a los conceptos jurídicos indeterminados.

En estos casos la Comisión deberá ponderar para admitir, condicionar o denegar la exclusión, por una parte, el porcentaje de titulares bien desconocidos, bien que se muestran indiferentes, bien que se oponen a la exclusión; por otra parte, la magnitud de la lesión (término que siempre ha remitido a un daño significativo y manifiesto). En este sentido, una de las lesiones más evidentes que se puede infligir a los accionistas con la exclusión es la pérdida de liquidez de los valores (91), y por ello las posibles ofertas por la sociedad de mantener y asegurar la liquidez de los valores (por ejemplo, mediante compromisos de compra), harán disminuir de forma notable la «lesión» y colocará el supuesto más próximo a la zona denominada de certeza negativa.

También la consideración del porcentaje de accionariado «pasivo» que no ha concurrido a las juntas en los últimos ejercicios, que no se persona en el procedimiento de exclusión (tras la previa publicación del inicio del mismo en los boletines de cotización de las bolsas correspondientes y de algún diario del domicilio de la sociedad que ha solicitado la exclusión), puede dar lugar a una situación cercana a la zona de certeza positiva del concepto y convencer de la exclusión de la sociedad.

Por último, cuando exista un colectivo de titulares que se opongan a la exclusión de la negociación de sus valores en bolsa el supuesto se encontrará más cerca de la zona de certeza positiva o núcleo fijo del concepto indeterminado, lo que posibilitará que la Comisión deniegue o condicione la exclusión de los valores, atendiendo a la importancia del porcentaje de este colectivo, así como, y de modo fundamental, a las razones esgrimidas por los mismos. En todo caso, la Comisión deberá ponderar esta posible lesión a los titulares de los valores y los procedimientos que la sociedad pretenda realizar (92) para paliarlos.

Cuando la Comisión estime, tras el examen de la situación concreta y las alegaciones emitidas por la sociedad o por los accionistas, que la exclusión puede lesionar la situación jurídica de estos últimos, condicionarla a la presentación y realización de una oferta pública de adquisición de acciones, como establecen el párrafo segundo del artículo 34 de la LMV y el artículo 7.º del DOPA.

Este último precepto concreta las remisiones que el artículo 34 contiene, es decir, el procedimiento y el precio. Con relación al procedimiento no existen particularidades respecto al general regulado de modo fundamental en los artículos 12 y siguientes del DOPA (93). En todo caso, y como es

(91) Es evidente que la negociación en bolsa otorga un «plus» de liquidez que hace más atractivos los valores. La importancia de esta liquidez se desvela por la medida que el legislador establece para la exclusión, la posibles condición de presentar una oferta pública de adquisición, a la que a continuación aludiré.

(92) El DOPA admite, en virtud del lógico y esencial principio de autonomía de voluntad, que la sociedad arbitre los procedimientos que estime conducentes para evitar lesiones a sus accionistas, procedimientos que entrarán también dentro del ámbito de examen de la Comisión.

(93) Como se ha leído con anterioridad, en el epígrafe dedicado a las ofertas

lógico, deberá acomodarse a las especialidades y particularidades que esta oferta presenta, al ser la propia sociedad la que la promueve. Así, en principio y con relación a los elementos subjetivos, la oferta deberá presentarse por persona con poder suficiente, bien delegado de una junta general que aprobó la exclusión, bien de un consejo de administración con facultades suficientes para acordar la exclusión de la negociación de los valores en bolsa. En todo caso deberá existir un acuerdo expreso de la junta relativo a la adquisición de dichos valores, al constituir la misma un supuesto de adquisición de «autocartera», según el artículo 75 de la LSA.

La oferta se dirigirá a todos los legítimos titulares de valores de la entidad. Deberá extenderse a todos los valores del emisor (no sólo a las acciones, sino también a las obligaciones convertibles y a los valores que otorguen derechos de suscripción o adquisición, según ha aclarado el Decreto sobre ofertas). Sin embargo se exceptúan aquellos titulares que hayan manifestado su voluntad de no acudir a la oferta y mantengan inmovilizados sus valores hasta transcurrido el plazo de aceptación. Este Decreto sólo alude a los «accionistas», pero una interpretación finalista del mismo conduce a admitir que los titulares de obligaciones convertibles o de los restantes valores a los que se extienda la oferta de adquisición manifiesten su negativa a acudir a la misma e inmovilicen también sus valores. En este caso parece que la Comisión deberá permitir una minoración proporcional de las garantías exigibles (efecto y consecuencia nada desdeñables).

Con relación a los elementos objetivos de la oferta, el Decreto ha limitado la naturaleza de la contraprestación, que sólo podrá consistir en metálico. Parece que la LMV ya optaba por esta solución, por admitir la oferta sólo a título de compraventa y no de permuta. Esta interpretación puede corregirse de una simple lectura de los artículos 34 y 61 de la LMV. Mientras el artículo 61 de la LMV, que regula, como se sabe, las líneas esenciales de las ofertas públicas generales, menciona de forma indistinta la contraprestación en dinero o valores, el artículo 34 de la LMV utiliza sólo el vocablo «precio», que de modo directo remite al título de compraventa sin que, incluso, se admitan las compraventas «mixtas» a las que se refiere el artículo 1446 del Código civil. El DOPA impone (lo que puede ser una interpretación y aclaración de la LMV que parece permitirse) que la «totalidad» de la contraprestación consista en dinero.

El precio, que debe ofrecerse como contraprestación, deberá ser autorizado de modo expreso por la Comisión. La libertad que tiene toda persona o sociedad que presenta una oferta de adquisición para fijar un precio (sólo limitada por las condiciones del mercado para conseguir la eficacia de la oferta, además de por la generosidad de la sociedad) se

públicas de adquisición, al que me remito, en la redacción de este Decreto parece que se ha optado por establecer cierta simplicidad al no existir más que un procedimiento para la realización de las ofertas públicas de adquisición, ya se promuevan de forma obligatoria en virtud de la pretensión de adquirir una participación significativa, de la intención de modificar los estatutos, de reducir el capital, de excluir los valores de la negociación en bolsa, ya se promueva la oferta de forma voluntaria.

restringe y contrae al hablar la propia Ley de un precio mínimo descrito en el reglamento. Pero, además, el nuevo Decreto establece unos criterios que «deberán tomarse en cuenta». Estos términos parecen remitir a una facultad discrecional de la Comisión para admitir el precio de la oferta, que, sin perjuicio de atender a estos parámetros legales, puede admitir un precio dentro de un margen u horquilla. El único límite es la prohibición de que sea menor que cualquiera de los criterios sentados en el Decreto (aspecto ya apuntado en la Ley). En todo caso, la autorización (y el folleto) deberán motivar y explicar las razones de la determinación del precio. Estas justificaciones tendrán indudable trascendencia, en su caso, para controlar la discrecionalidad de la Comisión, en caso de impugnación.

Los criterios establecidos tienden a buscar la veracidad del precio con el momento de presentarse la oferta (el valor teórico, el valor liquidativo, la cotización media del semestre y el precio ofrecido, si se hubiera formulado una oferta en el último año) (94). En todo caso, aunque sea primordial el interés de los titulares de los valores cuya exclusión se solicita, debe darse un margen de apreciación a la Comisión (95). Ya destaqué que en algunos casos la sociedad solicita la exclusión de bolsa, no para salvar la cabecera de un gran holding de posibles cambios de control de accionariado (96), sino por imposibilidad de cumplir las obligaciones de toda sociedad cotizada. Las situaciones poco desahogadas, la no disposición de una masa de beneficios o reservas libres para hacer frente a la oferta, deberá tenerse en cuenta por la Comisión a la hora de determinar el precio (97).

En este mismo sentido, con relación al precio, deberá admitirse la garantía prestada por la sociedad, sin olvidar la minoración importante que puede implicar la inmovilización de gran parte de los valores sobre los que no se presenta la oferta.

(94) En notable diferencia con lo establecido en el RB. Los artículos 50 y 27.b) hacían configurar la oferta con las condiciones mínimas establecidas en la Ley de Sociedades Anónimas y con las disposiciones concoordantes. Así, debían analizarse los diversos supuestos de adquisición de acciones por la sociedad de sus accionistas o de separación de los accionistas (casos que pueden presentar en el fondo cierta semejanza) para concretar el precio que ha de presentarse. Hasta la entrada en vigor del DOPA, y tras la reforma de la LSA, el precio medio se fijaba entre la cotización media del último trimestre (parámetro utilizado en el art. 147 de la LSA para los supuestos de derecho de separación por cambio de objeto social, de domicilio o de transformación) y el precio de cotización del último año, de conformidad con la Ley 83/68, de 5 de diciembre.

(95) En este sentido puede recordars, que la Comisión, al proteger a los inversores, puede exigir especiales informaciones a la entidad sobre sus proyectos futuros, para delimitar también la conveniencia del precio de la oferta. Debido a estos criterios, por ejemplo, la Corporación Banesto se vio obligada a duplicar el precio inicial de la oferta de exclusión promovida sobre la cementera Sansón (de 10.000 pesetas por acción a 20.012 pesetas), al haber convenido dicho precio superior con otro comprador (puede verse la información dada en «El País» el 28 de mayo de 1992).

(96) Entre otros, pueden servir de ejemplos las exclusiones de las sociedades Torreal o Torras. Una de las medidas de protección frente a las ofertas públicas de adquisición hostiles que aconsejan los «asesores» es precisamente salirse del mercado, para evitar posibles «submarinos» y pérdidas del control del accionariado.

(97) Porque incidirá, como con facilidad se comprobará, en las garantías que debe prestar la sociedad, cuya importancia puede impedir promover la oferta.

En fin, parecen ser estos dos elementos (la determinación del precio, y, como consecuencia, la admisión de garantías) los que plantearan mayores especialidades y atenciones en las ofertas de exclusión (y donde se centrarán las facultades y poderes de la Comisión Nacional). La restante problemática será similar a la que se presente en cualquier oferta pública de adquisición, por lo que me remito a lo ya escrito sobre las ofertas de adquisición con anterioridad.

C) *La exclusión de contratos de futuros y opciones*

Calificada como función de supervisión, se reconoce a la Comisión Nacional, a instancia de las sociedades rectoras, la facultad para excluir la negociación de cualesquiera contratos de futuros y opciones, en el Decreto regulador de estos mercados (art. 11.4). Sin embargo, el carácter decisor que se otorga a la Comisión inclina la balanza al calificar esta actuación como directora. Sólo se añade, como no podía ser de otro modo, la persistencia de los derechos y obligaciones entre las partes contratantes.