

# **INFRACCION DEL DEBER DE PROMOVER UNA OFERTA PUBLICA DE ADQUISICION DE ACCIONES Y EL JUEGO DE LA SUSPENSIÓN DE DERECHOS**

*M<sup>a</sup> de la Sierra Flores Doña  
Profesora Titular de Derecho Mercantil  
Universidad Complutense de Madrid*

- I. INTRODUCCION**
- II. RESEÑA DE LOS AUTOS DE LA SALA DE LO CONTENCIOSO ADMINISTRATIVO DE LA AUDIENCIA NACIONAL, DE TRES DE ENERO Y SIETE DE MARZO DE 2001**
- III. LA SUSPENSIÓN DE DERECHOS Y SUS FUNCIONES EN EL MARCO DE LAS PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS EN SOCIEDADES ANONIMAS**
  - 1. Polémica en torno a la adopción de la suspensión de derechos
    - 1.1. Posición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: Competencia del Consejo de Administración de la sociedad participada
    - 1.2. Posición de la Audiencia Nacional: Competencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores
    - 1.3. Valoración de las diversas orientaciones
      - 1.3.1. Irrelevancia de la naturaleza del Acto ordenador de la suspensión de derechos en el plano de los fundamentos normativos
      - 1.3.2. Preferencia de la adopción administrativa de la suspensión por su mayor adecuación al caso controvertido
  - 2. Esencialidad de la adopción cautelar de la suspensión de los derechos de voto
- V. REFERENCIAS A LA CARACTERIZACION Y ALCANCE DE LA SUSPENSIÓN**
- VI. A MODO DE CONCLUSION**

-----

## **I. INTRODUCCION**

-----

"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

1

El caso de Autos se ocupa del "supuesto incumplimiento del deber de promover una Oferta Pública para la adquisición del 25% en el capital de una sociedad cotizada" (impuesto por el Art. 1.2 del RD 1.197/1991, en relación con el Art. 60 de la LMV). La Audiencia Nacional se pronuncia en favor de la necesidad de que la "suspensión de los derechos correspondientes a las acciones adquiridas por el partícipe significativo" (prevista en los Arts. 60 de la LMV y 40.1 del RD que lo desarrolla) derive de un Acto expreso de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), tras la consiguiente resolución del Expediente sancionador, por exigirle así una medida de consecuencias tan fundamentales para un accionista (Fundamento de Derecho -FD- segundo, último párrafo del Auto de 7 de marzo).

Si bien la naturaleza administrativa del deber de formular una OPA permite compartir la adopción de la suspensión de derechos por parte de la CNMV cuando el titular significativo haga caso omiso al mandato legal de suspensión (Art. 60.1 de la LMV), la dilatación de esta última a la conclusión del expediente sancionador y especialmente la de suspensión del derecho de voto, favorece el interés privado del partícipe significativo, pese a haber infringido la disciplina legal. Se sacrifica de este modo, no sólo la función de la normativa sobre OPAS, de asegurar la pluralidad de concurrencias de ofertas públicas, la publicidad de las mismas y el respeto del principio de igualdad de trato de los accionistas de la sociedad objetivo, sino principalmente la finalidad específica de la suspensión de los derechos de votos, de impedir los riesgos derivados de un control oculto de la sociedad participada por parte del accionista significativo.

## **II. RESEÑA DE LOS AUTOS DE LA SALA DE LO CONTENCIOSO DE LA AUDIENCIA NACIONAL, DE TRES DE ENERO Y SIETE DE MARZO DE 2001.**

Mediante el Auto de 3 de enero de 2001, la Audiencia Nacional (AN) rechazó la admisión del recurso contencioso-administrativo interpuesto por

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

2

Electrabel S.A., contra la supuesta actuación de hecho de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), puesta de manifiesto mediante escrito de 4 de octubre de 2000 y consistente en la suspensión de los derechos políticos correspondientes a las acciones que Electrabel S.A. había adquirido en Hidrocantábrico, S.A., parcialmente junto con Texas Utilities Company (TXU Corp.), sin promover la OPA a la que se refiere el Art. 40 del RD 1.197/1997 para la adquisición del 25% en el capital de una sociedad cotizada. La Audiencia no admitió el Recurso por entender inexistente la susodicha actuación administrativa, en consonancia con lo manifestado por parte del Abogado del Estado de la CNMV. Asimismo sostuvo que, según "la interpretación finalista de las normas de aplicación resulta que la suspensión de derechos políticos es una medida cautelar prevista por la Ley a adoptar por la CNMV en el ejercicio de sus potestades de supervisión, inspección, y sanción, en las circunstancias previstas en el art. 40 del RD 1:197/91 que en el supuesto de autos no se ha adoptado ni se ha dado base para entender que deba adoptarse en el ámbito privado por la mercantil en la que Electrabel es accionista en cuantía del 10% del capital social" (FD cuarto del Auto, de 3 de enero de 2001).

Hidrocantábrico S.A. interpuso recurso de Súplica a la resolución de la Audiencia Nacional, en orden a la rectificación del Auto de tres de enero de 2001 para que el mismo expresara igualmente, que la CNMV no había suspendido los derechos políticos de Electrabel en Hidrocantábrico S.A. porque "no es competente para ello". Recurso desestimado por la Audiencia Nacional mediante el Auto de 7 de marzo de 2001 por entender, que la suspensión de derechos por incumplimiento del deber de promover una Oferta Pública para la adquisición de participaciones significativas es una medida administrativa, contemplada en el Art. 40 del RD 1.197/1991 y comprendida en la potestad de inspección y supervisión de la CNMV. Pero "no es admisible que una medida de consecuencias tan fundamentales para un accionista como es la suspensión de sus derechos políticos pueda adoptarse sin materializarse en una

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones  
y el juego de la suspensión de derechos"

3

resolución, y sin la constatación previa por parte de nadie del presupuesto fáctico" (FD segundo, penúltimo párrafo del Auto, de 7 de marzo de 2001).

### **III. LA SUSPENSION DE DERECHOS Y SUS FUNCIONES EN EL MARCO DE LAS PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS EN SOCIEDADES ANONIMAS**

#### **1. Polémica en torno a la adopción de la suspensión de derechos**

Del contenido de Autos se desprende, que frente a la posición defendida por la recurrente Electrabel, S.A. acerca del juego de la suspensión de derecho como consecuencia de una actividad de hecho de la CNMV (FD Primero del Auto, de 3 de enero de 2001), la CNMV y la Audiencia Nacional sostienen la necesidad de un Acto de adopción de la suspensión, aunque discrepan respecto del órgano competente para ello y en el fundamento del mismo.

#### **1.1. Posición de la Comisión Nacional del Mercado de Valores: Competencia del Consejo de Administración de la sociedad participada**

Para la Comisión Nacional del Mercado de Valores, "la Administración no ha realizado ninguna actuación en tal sentido porque la suspensión de esos derechos políticos de acuerdo con ese artículo 40, corresponde a la propia sociedad, cuyo capital ha sido adquirido en ese porcentaje, en este caso por dos accionistas de la misma, nunca a la propia Comisión, como erróneamente se ha entendido por la actora" (Fundamento Tercero del Auto, de 3 de enero de 2001, párrafo tercero, en relación con el Hecho expuesto en el número Segundo). Y como "no existe actuación en vía de hecho, no es posible adoptar la medida cautelar interesada, y que la CNMV no es competente para acordar tal suspensión, sino que se trata de un derecho que compete al Consejo de Administración de Hidrocantábrico" (FD Primero del Auto, de 3 de enero de 2001)

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

4

## 1.2. Posición de la Audiencia Nacional: Competencia de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

Compartiendo la tesis de la recurrente, la Audiencia Nacional defiende el carácter administrativo de la medida suspensiva, aunque coincide con la CNMV que en este caso no se ha adoptado; por lo que el Auto de la Audiencia Nacional concluye, que no cabe interponer recurso contencioso administrativo contra la resolución de la CNMV.

La Sala "entiende que, con independencia de las decisiones que se puedan adoptar en una sociedad anónima por aplicación de los preceptos de la Ley de Sociedades Anónimas y en general con base en la regulación legal de las sociedades mercantiles, la CNMV tiene señalada por Ley la obligación de supervisar, inspeccionar y sancionar a determinadas sociedades y en el marco del ejercicio de tales obligaciones legales se ha previsto la posibilidad de suspensión de derechos políticos. El art. 40 citado más arriba la regula "sin perjuicio de la aplicación de las sanciones a que se refiere el artículo precedente" y define el contenido de los derechos políticos derivados de las acciones "a estos efectos". Es decir la norma que regula las ofertas públicas de adquisición de valores establece que los derechos políticos que puede suspender la CNMV son el de asistencia y voto en las Juntas Generales, el de formar parte de los órganos de administración, el de impugnar los acuerdos sociales salvo que sean contrarios a la ley, y en general, todos los que no tengan un contenido exclusivamente económico.

Queda claro en consecuencia que no puede confundirse 1) la vertiente "administrativa" y la suspensión de derechos políticos como imposición de la Administración en el ejercicio de las obligaciones de supervisión inspección y sanción en el ámbito del mercado de valores, y en concreto, como

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

consecuencia de la realización o no de ofertas públicas de adquisición, con 2) decisiones adoptadas en el seno de las propias sociedades mercantiles en aplicación de la normativa civil y mercantil" (FD Tercero, párrafos cuarto y quinto del Auto, de 3 de enero de 2001).

De acuerdo con "la interpretación finalista de las normas de aplicación resulta que la suspensión de derechos políticos es una medida cautelar prevista por la Ley a adoptar por la CNMV en el ejercicio de sus potestades de supervisión, inspección, y sanción, en las circunstancias previstas en el art. 40 del R.D. 1.197/91 que en el supuesto de autos no se ha adoptado ni se ha dado base para entender que deba adoptarse en el ámbito privado por la mercantil en la que Electrabel es accionista en cuantía del 10% del capital social" (FD Cuarto del Auto, de 3 de enero de 2001).

### **1.3. Valoración de las diversas orientaciones**

#### **1.3.1. Irrelevancia de la naturaleza del Acto ordenador de la suspensión de derechos en el plano de los fundamentos normativos**

En el plano de los fundamentos de política jurídica que apoyan la suspensión de derechos derivada del incumplimiento del deber de promover una Oferta Pública de Adquisición de acciones, resulta estéril e innecesaria cualquier polémica en torno a la naturaleza administrativa o privada del Acto tendente a la efectividad de la suspensión. En primer lugar, por el fundamento en que descansa la suspensión de derechos. En este sentido, la suspensión deriva directamente de una norma de rango legal (Art. 60 de la LMV - desarrollado por el Art. 40 en relación con el 1.2 del RD 1.167/1991-), cuyo contenido impone al titular legal de la participación significativa, el deber de no ejercer los derechos correspondientes a las susodichas acciones hasta que promueva la OPA preceptiva, cuando dice: *"Quien adquiera el volumen de acciones y alcance la participación significativa... sin la preceptiva oferta*

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

6

*pública de adquisición no podrá ejercer los derechos políticos derivados de las acciones así adquiridas"* (párrafo tercero). (Precepto cuya interpretación ha despertado interés en CAÑO, J.R.: "Suspensión de derechos políticos" en "Régimen jurídico de las Ofertas Públicas de Adquisición (OPAS)", dirigido por SANCHEZ-CALERO, F., Madrid 1993, Vol. III, págs. 733 y ss.; FERNANDEZ DE LA GANDARA, L."Suspensión de Derechos políticos de las acciones adquiridas sin promover una OPA", RdS 1994, núm. 3, págs. 256 y ss.; GARCIA DE ENTERRIA, Javier: "La suspensión de derechos políticos, por infracción del régimen de OPAS", La Ley 2000, núm. 5.201, de 8 de diciembre, págs. 1 y ss.).

En segundo lugar, por la doble pretensión legislativa de la suspensión. De un lado, persuadir al cumplimiento del procedimiento de "publicidad de la oferta (s) y respeto al principio de paridad de trato de los accionistas" previsto para la adquisición de las participaciones significativas en sociedades cotizadas y que se articulan a través de las diversas medidas contenidas en el RD 1.197/1991 (entre ellas, los criterios para determinar la existencia de una participación significativa; las prevenciones relacionadas con la presentación, concurrencia de ofertas, suspensión de la negociación de los valores, así como el resto de las medidas referentes a la modificación, aceptación y liquidación de las operaciones). De otro, impedir las consecuencias que previsiblemente se desencadenarían en caso contrario; entre las más relevantes, la ruptura del principio de paridad de trato de los accionistas de la sociedad objetivo y las derivaciones de un poder oculto de la sociedad por parte del partícipe significativo, según se desprende de la interpretación sistemática del Art. 60 de la LMV y consecuente con todo el sistema legal de las participaciones significativas en sociedades anónimas en general (Vid. ampliamente FLORES DOÑA, M<sup>a</sup>.S.: "Participaciones significativas en sociedades anónimas", McGraw Hill, Madrid 1995, especialmente las págs. 134-152; "La suspensión del ejercicio de los derechos correspondientes a las acciones sobre las que debe informarse a la sociedad" en "Estudios jurídicos en homenaje al profesor Aurelio Menéndez", II, Civitas, Madrid 1996, págs. 1.752-1766 y, más reciente en "Participaciones recíprocas entre sociedades de capital", RdS

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

monografía, Aranzadi, Pamplona 1998; págs. 321-337) y cotizadas en particular (FLORES DOÑA, M<sup>a</sup>.S.: "Transparencia del Mercado: adquisición de participaciones significativas en sociedades cotizadas", en "Instituciones del Mercado Financiero", VII, La Ley-Actualidad, Madrid 1999, págs. 4.661 y ss).

Y la idea legislativa, de prevalencia del interés social y del Mercado sobre el interés privado del titular de la participación significativa explica, que el incumplimiento de la suspensión ordenada por el Art. 60 de la LMV por parte del presunto partícipe significativo deba subsanarse inmediatamente por los órganos sociales y administrativos que conozcan dichas situaciones, ya en base al poder de dirección empresarial de los administradores y a la observancia en su realización al deber general de diligencia (Art. 127 del TRLSA), ya en razón a la potestad de vigilancia y control reconocida a la CNMV en el seno de los Mercados de Valores (Art. 13 de la LMV); so pena de viciar el Acuerdo (o los Acuerdos) de la Junta General adoptado con el concurso de los votos en suspenso (según resulta del Art. 60, tercer párrafo de la LMV) y, eventualmente, de incurrir en responsabilidad por las consecuencias derivadas de dicho incumplimiento. Por ello, a los efectos del cumplimiento de la suspensión de derechos impuesta en el Art. 60 de la LMM es indiferente, que esta última derive de un acto voluntario del propio partícipe significativo o, en su defecto, sea consecuencia de una actuación de los órganos de la sociedad y más concretamente de su "Consejo de Administración", como manifiesta la CNMV (según se reproduce en el Fundamento de Derecho Primero, segundo párrafo, del Auto, de dos de enero) o de un Acto de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como propugna la Audiencia Nacional, en su Auto de tres de enero (Fundamento tercero, cuarto párrafo).

### **1.3.2. Preferencia de la adopción administrativa de la suspensión por su mayor adecuación al caso controvertido**

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

8

Ahora bien, la efectividad de la suspensión en la realidad empresarial depende de la mayor o menor complejidad del supuesto de hecho. En este sentido, dicha operatividad no suscitará problemas en los casos más simples de participaciones significativas fácilmente constatables (por ejemplo, las realizadas directamente por el titular legal). En cambio, la producción y conocimiento del presupuesto normativo ofrecerá normalmente dificultades en los casos de participaciones significativas, conformadas por operaciones más complejas, a través de la combinación de las diversas fórmulas contempladas por el propio legislador del mercado de valores. Tal sucedería con las participaciones significativas adquiridas directa e indirectamente (Art. 60, segundo párrafo de la LMV) y que separa las realizadas por el propio interesado en la participación significativa de las concluidas por una sociedad perteneciente a su Grupo o un tercero que hubiera actuado por su cuenta o de forma concertada con el mismo. O con las adquiridas mediante negocios de titularidad plena y limitada de diversa naturaleza (titularidad dominical... usufructo, prenda ...), con independencia de que se refieran a acciones u otros valores que den derecho a su adquisición. O con las resultantes de la combinación de todas las modalidades mencionadas y cuya posibilidad técnica encuentra su base en los criterios legales para determinar la existencia de una participación significativa sometida al ámbito de la normativa de OPAS (Art. 2.3.4 y 5 del RD 1.197/1991).

En este marco complejo de la realidad empresarial podría subsumirse el supuesto de Autos, relacionado con la presunta participación significativa de Electrabel S.A., en el capital de Hidrocantábrico S.A. alcanzada mediante la suma del 10% adquirido inicialmente con la del 15% posterior, adquirida supuestamente por Electrabel S.A. en concierto con Texas Utilities Company (TXU). También puede comprenderse con relativa facilidad, no sólo el desconocimiento de dicha situación fuera del círculo de los interesados, sino principalmente las dificultades técnicas con que los terceros (y la propia sociedad) se encontrarían para probar documentalmente que se ha infringido la disciplina legal para su adquisición. Este problema se agrava por el hecho de

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones  
y el juego de la suspensión de derechos"

9

que la puesta en marcha de todo el sistema de OPAS a la sociedad participada, sus socios y finalmente al público depende legalmente de la voluntad de la persona que va a adquirir la participación significativa, no existiendo ninguna norma habilitadora para que la sociedad participada pueda exigirle la información impuesta en el Art. 60 de la LMV. Y ante esta situación, la verificación y funcionalidad de la medida suspensiva resultará generalmente ineficaz por parte de los órganos de la sociedad participada. Y ello, no sólo por las dificultades mencionadas, sino también porque el legislador español del Mercado de Valores no reconoce a la sociedad participada ningún derecho frente al titular de la participación significativa para exigirle la información impuesta en el Art. 60 de la LMV.

En cambio, las dificultades indicadas desaparecen cuando es la CNMV la que se sitúa enfrente del partícipe significativo. De esta manera resulta de las potestades administrativas reconocidas a la misma para desarrollar sus funciones de supervisión, inspección y sanción frente a quienes incumplan los deberes de información, junto con la posibilidad de "ordenar ... la publicidad de la información que estime pertinentes sobre sus actividades relacionadas con el Mercado de Valores... y, de no hacerlo directamente los obligados, hacerlo la propia Comisión Nacional del Mercado de Valores" (Art. 85.6 de la LMV). Por todo ello tiene difícil explicación jurídica la posición de la CNMV en el caso de Autos: primero, silenciando la suspensión de derechos, cuando incoó el expediente sancionador a Electrabel S.A., por supuesta infracción del deber de promover una Oferta pública por haber alcanzado el 25% en el capital de Hidrocantábrico S.A. (resultante de la adición del 15% adquirido en concierto con TXU a su anterior titularidad del 10%); segundo, declarando innecesariamente, que la suspensión de derechos es competencia del Consejo de Administración, apoyándolo equivocadamente en el Art. 40 del RD 1.197/1897, pues en este último sólo se ordena la suspensión sin mayor precisión. Y en este plano de desaciertos debe señalarse, que la CNMV si podía tener fácilmente conocimiento del incumplimiento de la normativa de OPA, en base a la información exhaustiva que normalmente dispone sobre la

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

10

estructura del capital de las sociedades cotizadas y sus vinculaciones (entre ellas, mediante los deberes de información exigido respecto de las acciones propias, las requeridas a los administradores o a todos los titulares de participaciones propias, significativas -Art. 53 de la LMV, desarrollado por el RD 377/1991, de 15 de marzo, tras las modificaciones introducidas por el RD 1.370/2000, de 19 de julio). O, cuando menos, acceder a dicha información a través del ejercicio de sus potestades administrativas en materia de supervisión e inspección de los Mercados de Valores (Art. 13 de la LMV) y en base al deber constitucional de los órganos de la administración pública de servir con objetividad a los intereses generales (Art. 103.1 de la CE); en nuestro caso, el del Mercado de Valores y el interés social de Hidrocantábrico S.A., tutelados por la normativa de OPAS. Por consiguiente, en el expediente sancionador incoado a Electrabel, S.A., la CNMV tendría que haberse pronunciado por la suspensión de los derechos, como lo exige el Art. 60 de la LMV; o, cuando menos, los de voto; como medida provisional esencial para asegurar que no se produzcan los riesgos más graves que quieren impedirse con dicha medida; esto es, controlar ocultamente las decisiones de la Junta General participada. Por lo demás, la posibilidad técnica de la adopción de esta medida provisional en el seno Acto de incoación del expediente sancionador por parte de la CNMV encontraría igualmente su apoyo en el marco general del Procedimiento Administrativo (Art. 72 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, modificado por la Ley 4/1999, de 13 de enero).

## **2. Esencialidad de la adopción cautelar de la suspensión de los derechos de voto**

El carácter cautelar de la suspensión defendido por la Audiencia Nacional, en su Auto, de 3 de enero, cuando dice: "de la interpretación finalista de las normas de aplicación resulta que la suspensión de derechos políticos es una medida cautelar..." (Fundamento de Derecho cuarto, penúltimo párrafo) se contradice en el de 7 de marzo al señalar, que "no es admisible que una medida de consecuencias tan fundamentales para un accionista como es la suspensión

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

11

de sus derechos políticos pueda adoptarse sin materializarse en una resolución, y sin la constatación previa por parte de nadie del presupuesto fáctico" (Fundamento de Derecho segundo, penúltimo párrafo). De acuerdo con esta última idea en el supuesto caso de que Electrabel, S.A. fuera realmente titular del 25% del capital de Hidrocantábrico, la suspensión de derechos impuesta legalmente quedaría sin efecto hasta tanto se resuelva el expediente sancionador incoado por incumplimiento de la normativa de OPA, tal y como parece desprenderse igualmente del Fundamento cuarto del Auto de tres de enero, cuando se señala, que "en el supuesto de autos no se ha adoptado ni se ha dado base para entender que deba adoptarse en el ámbito jurídico privado por la mercantil en la que Electrabel es accionista en cuantía del 10% del capital social".

El planteamiento de la Audiencia Nacional no es defendible con el tenor del Art. 60 de la LMV, que obliga al partícipe significativo abstenerse de ejercer los derechos correspondientes a las acciones adquiridas, sin observar el deber de promover una Oferta Pública de Adquisición. Tampoco es consecuente con el espíritu de la normativa sobre OPAS, de dar a conocer a la sociedad participada (a sus miembros del órgano administrativo, sus accionistas y demás interesados) y al público en general de los "cambios y refuerzos en la estructura de poder sentidos en ella"; ni con la pretensión de la suspensión del derecho de voto, de impedir las posibles derivaciones de un abuso del poder de control y de dirección en beneficio de los intereses privados de quienes acceden ocultamente al control de la sociedad y en detrimento del interés del resto de los accionistas y de la sociedad en general; cuya tutela está detrás de toda la normativa sobre OPAS.

Por lo demás, la naturaleza cautelar de la suspensión deriva del carácter temporal de la misma, según se desprende del Art. 60 de la LMV (y 40 del RD 1.167/1991, que lo desarrolla) *"quien adquiera acciones ... y alcance o supere los porcentajes establecidos... no podrá ejercer los derechos políticos derivados de las acciones así adquiridas o que adquiera en lo sucesivo, sin promover la correspondiente oferta pública de adquisición"* . De dicho tenor se desprende claramente la necesidad de que la suspensión sea efectiva desde el instante en

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

que se asume la posición significativa en una sociedad cotizada, sin formular la correspondiente oferta pública a todos sus accionistas (Art. 60 de la LMV). Y este carácter temporal es consecuente con la función preventiva de la suspensión respecto de conductas diligentes en materia de OPAS.

#### **IV. REFERENCIAS A LA CARACTERIZACION Y ALCANCE DE LA SUSPENSION**

La "suspensión de los derechos" contemplada en el Art. 60 tercer párrafo de la LMV no supone la pérdida de los derechos conectados a las participaciones, sino sólo la privación temporal de su ejercicio. Así puede desprenderse del propio tenor de los preceptos que analizamos *"no podrá ejercer los derechos políticos de las acciones así adquiridas"*, esto es, *"sin promover una oferta pública de adquisición dirigida a todos sus titulares"* (Art. 60 de la LMV). Ello implica la imposibilidad de ejercer los derechos hasta que desaparezca la causa que justifica la suspensión, en nuestro caso, el cumplimiento del deber de promover una OPA o la resolución del Expediente sancionador, según resulta de los preceptos reseñados. De esta manera y con alcance general se pretende incentivar conductas diligentes en torno al cumplimiento de la normativa de OPA; asimismo y particularmente con la suspensión de los derechos de voto quiere impedirse, que el desconocimiento y anonimato de la posición significativa pudiera suponer la posibilidad de influir en las decisiones de la Junta General y, por dicha vía lograr "ocultamente" el control de la sociedad participada, con las consiguientes derivaciones de un abuso del poder de dirección y control por parte del titular significativo. La coincidencia de la medida suspensiva con el período legal del ejercicio de determinados derechos puede suponer igualmente la caducidad del plazo para hacer efectivo el mismo (como podría acontecer con el derecho de información, por ejemplo).

La suspensión se restringe a la acciones por las que se ha incumplido el deber de formular una Oferta Pública para su adquisición; en el caso controvertido, el 15% que supuestamente había adquirido Electrabel S.A., en

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

concierto con TXU. La suspensión alcanza a los derechos "*de suscripción preferente, el derecho a formar parte de los órganos de administración de la Sociedad; el derecho a impugnar los acuerdos sociales... y al resto de los derechos que no tengan un contenido exclusivamente económico*" (Art. 40.2 del RD 1.197/1991), como podría ser el de instar la convocatoria de la Junta General. Dado el silencio legislativo es indiferente, que los derechos en suspenso estén reconocidos individualmente (como sucede con el derecho al dividendo o al derecho de información del socio) o a una minoría (como es el caso del derecho a solicitar la convocatoria de la Junta General).

El alcance general de la suspensión es correcta y adecuada en el plano de su función normativa, de carácter preventivo, de impedir conductas negligentes respecto del cumplimiento de la obligación por el titular de la participación significativa. Del mismo modo, la suspensión del derecho de voto en la Juntas Generales debilita la posibilidad de influir por esta vía en los Acuerdos sociales por un partícipe significativo oculto, con el consiguiente freno a los riesgos de esa situación, de hacer prevalecer sus intereses privados, tal y como pretende evitarse con la interpretación sistemática del deber de formular una Oferta Pública para la adquisición del 25% del capital de una sociedad anónima cotizada.

La suspensión desaparecerá normalmente con la formulación de la OPA (Art. 40.3 del RD 1.197/1991) y con la posterior venta de las acciones afectadas por la suspensión, siempre que el adquirente no actúe en concierto con el transmitente, ni sea representante indirecto del mismo o, en caso de sociedad que no pertenezca al mismo Grupo (Art. 40.4, en relación con el 2º.1, ambos del RD 1.197/1991).

La inobservancia de la suspensión de los derechos de voto se sanciona con la nulidad de los acuerdos adoptados por los órganos de la sociedad, cuando para "la constitución de éstos o la adopción de aquéllos hubiera sido necesario computar las acciones cuyos derechos políticos estén suspendidos con arreglo a lo dispuesto en el presente capítulo" (Art. 40.5 del RD 1197/1991, en relación con

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

el Art. 60, tercer párrafo de la LMV); legitimándose a la Comisión Nacional del Mercado de Valores "para el ejercicio de las correspondientes acciones de impugnación..., sin perjuicio de la legitimación que pudiera corresponder a otras personas" (Art. 40.3, segundo párrafo del RD 1197/1991); esto es, "los accionistas, los administradores y cualquier tercero que acredite interés legítimo" (Art. 117.1 del TRLSA), conforme a los demás presupuestos condicionantes para su ejercicio contemplados en los Arts. 115 y 116 del TRLSA y su sustantivación mediante el juicio ordinario (Art. 249.3 de la LEC 1/2000). El silencio normativo respecto del ejercicio del resto de los derechos en suspenso se resolverá conforme al régimen contemplado para cada uno de los derechos en cuestión. En este punto, el tratamiento que haya de darse al ejercicio de los derechos en suspenso dependerá de las circunstancias concretas que concurran en la práctica, de la naturaleza y característica de cada derecho y, sobre todo, de las repercusiones que de su ejercicio pudieran derivar en el ámbito societario y extrasocietario. A título de ejemplo puede señalarse, que la trascendencia del ejercicio del derecho a intervenir en las discusiones de la Junta General no es igual que la infracción al derecho de información. Del mismo modo no es equiparable, que la persona que incumpla la suspensión cuente con una participación del 11% o disponga del 25% del capital social, como parece presuponerse en el supuesto debatido.

## **V. A MODO DE CONCLUSION**

A. Aun cuando la función preventiva o cautelar de la suspensión de derechos se encuentra implícita en los Autos objeto de este comentario, siendo suficiente citar a este respecto la "formación de pieza separada de suspensión" en el caso debatido, tal y como se prevé en el Art. 131 de la Ley 29/1998, de la Jurisdicción Contencioso administrativa" para las medidas cautelares, ni la CNMV ni la Audiencia Nacional profundizaron en el significado y finalidad de la suspensión de derechos para resolver el problema suscitado por la presunta participación significativa de Electrabel S.A, adquirida sin la preceptiva oferta pública, sino que, consciente o

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones y el juego de la suspensión de derechos"

inconscientemente, desviaron el debate a los temas relacionados con la competencia orgánica de su adopción y en si tuvo o no lugar por la vía de hecho de la CNMV . Y en las páginas que preceden se ha podido observar que estas últimas cuestiones pasan a segundo plano, en razón al rango legal y contenido imperativo del Art. 60 de la LMV, en orden a la "suspensión de derechos correspondientes a las acciones adquiridas. En cambio, la adopción inmediata de la "suspensión de los derechos de voto" es esencial para impedir las posibles derivaciones de "un abuso del poder de control y de dirección por parte del partícipe significativo" que ocultó la toma de su posición de control, de acuerdo con el tenor y espíritu del Art. 60 de la LMV (y el RD 1.197/91, sobre OPAS).

B. La CNMV colocó a la Administración de Hidrocantábrico S.A. en una posición difícil y delicada ante Electrabel; primero con su silencio injustificado en el plano jurídico y después con sus alegaciones en torno a la competencia del Consejo de Administración para hacer efectiva la suspensión de los derechos. Esta situación se agravó aún más con la cuestionabilidad de la función preventiva de la suspensión de derechos por parte de la Sala de lo Contencioso Administrativo de la Audiencia Nacional y con su desafortunada declaración en torno a la necesidad de que la suspensión derive de un Acto expreso de la CNMV, tras la consiguiente resolución del Expediente Sancionador, por exigirlo así una medida de consecuencias tan fundamentales para un accionista. Gravedad por cuanto que ¿no serían aún más graves las consecuencias que se derivarían del ejercicio de los derechos del accionista significativo para el resto de los socios y el futuro de la sociedad? y que constituyen la base del sistema legal de OPAS, supuestamente incumplido en el caso controvertido.

-----  
"Infracción del deber de promover una Oferta Pública de adquisición de acciones  
y el juego de la suspensión de derechos"

17