

MARIA DE LA SIERRA FLORES DOÑA
Profesora Titular de Derecho Mercantil.
Universidad Complutense de Madrid.

TRANSPARENCIA DEL MERCADO: ADQUISICION DE PARTICIPACIONES
SIGNIFICATIVAS EN SOCIEDADES COTIZADAS

SUMARIO

I. INTRODUCCION

II. FUNDAMENTOS DEL REGIMEN DE INFORMACION Y PUBLICIDAD DE LAS PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS Y SU CONSTRUCCION EN EL DERECHO GENERAL DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS Y EN EL ESPECIAL DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

1. Corrientes evolutivas europeas más representativas y su convergencia en el Derecho comunitario de sociedades.

1.1. La Directiva del Consejo 88/627/CEE, relativa a las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en Bolsa y su recepción nacional.

1.2. Consideraciones recapitulativas.

2. Orientaciones y relaciones en el Derecho español de las sociedades anónimas.

2.1. El desfase de la Ley de Sociedades Anónimas, de 1951 y el proceso para su reforma.

2.2. Información y publicidad de las participaciones significativas en sociedades anónimas. Opciones y desconexiones bajo la doble perspectiva informativa, de la estructura de la propiedad y del poder en las sociedades y en el mercado.

A). Régimen general de las sociedades anónimas.

B). Regímenes especiales. En particular, participaciones significativas en sociedades cotizadas, tras la Ley 24/1988, del Mercado de Valores y sus disposiciones de desarrollo.

III. EXISTENCIA DE PARTICIPACION SIGNIFICATIVA EN UNA SOCIEDAD COTIZADA

1. Configuración legal de las participaciones significativas. Características generales.

2. Aspectos relacionados con su alcance

2.1. Ambito subjetivo

A) Sujetos partícipe y sociedad participada.

- B) Participaciones directas
- C) Participaciones indirectas. Sus modalidades
 - a) Sociedad dominada del partícipe legal significativo
 - b) Persona interpuesta
 - c) Cónyuge del interesado en la participación significativa

2.2. Ambito objetivo

- A) La cuantía de la participación y la distinta significación de los porcentajes legales.
 - a) Porcentaje mínimo
 - b) Otros porcentajes.
- B) Negocios y derechos sobre las acciones
 - a) Supuestos de titularidad plena
 - b) Supuestos de disociación entre la titularidad de la acción y el derecho de voto
 - c) Negocios indirectos

IV. DEBERES DE COMUNICACION A LA SOCIEDAD PARTICIPADA Y A LA COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

1. Naturaleza jurídica

- 1.1. Comunicación a la sociedad participada.
- 1.2. Comunicación a la Bolsa y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

2. Comunicación inicial y sucesivas (Remisión).

3. Sujeto pasivo y su determinación en los supuestos de cotitularidad de participaciones indirectas.

4. Forma y demás condicionamientos de la comunicación.

- 4.1. Comunicación mediante "Declaración escrita" y a través de "modelos".
- 4.2. El detalle de la participación significativa como contenido de las comunicaciones.
- 4.3. Plazo.

5. Incumplimiento de los deberes de comunicación.

- 5.1. Potestad administrativa de investigación reconocida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.
- 5.2. Responsabilidad administrativa

V. INFORMACION A LOS ACCIONISTAS Y AL PUBLICO

1. Los distintos supuestos. Información a los socios e información al público.

2. El deber de la sociedad, de proporcionar la información relativa a las participaciones significativas

- 2.1. Fundamento y caracterización.
- 2.2. Alcance.
- 2.3. Forma y otros condicionamientos de realización.
- 2.4. Excepciones.
- 2.5. Incumplimiento del deber.

3. Información pública por la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

- 3.1. Fundamento.
- 3.2. La regla general y su alcance.
- 3.3. Forma y demás condicionamientos.
- 3.4. Contenido y efectos.

VI. BIBLIOGRAFIA

I. INTRODUCCION

La información y publicidad de las participaciones significativas en sociedades anónimas cotizadas se expresa en el Art. 53 de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores; precepto que completa el previsto para todas las sociedades anónimas en el Art. 86 del Texto Refundido de la Ley de Sociedades Anónimas (TRLSA). El art. 53 de la LMV se desarrolló por el RD 377/1991 (y por la Circular de la CNMV, 2/1991, de 24 de abril), que vino a incorporar al Derecho español la Directiva 88/627/CEE, de 12 de diciembre, *"sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en bolsa"*(según se declara en el propio RD¹). La Directiva, de influencia predominantemente británica y, en menor medida germano-italiana, se ha recibido en las

¹ NOTA: El texto del trabajo que ahora se publica fue entregado tras la publicación de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, que dejaba inalterada el tenor del Art. 53, relativo a los deberes de información y publicidad de las participaciones significativas en sociedades cotizadas. Sin embargo, el RD 2.590/1998, de 7 de diciembre, que desarrolla la Ley 37/1998 ha introducido algunas modificaciones al RD 377/1991, en el ámbito y contenido de los deberes legales de "comunicación", así como en las potestades administrativas reconocidas a la CNMV al respecto (CAPITULO II, Art. undécimo); alteraciones que justifican la presente nota. En efecto, las variaciones incorporadas recientemente vienen a mejorar algunos de los problemas técnicos que presentaba la disciplina hasta ahora vigente, al tiempo que la armoniza con las exigencias de la Directiva 88/627/CEE, sin necesidad de recurrir a una interpretación acorde con el texto comunitario, fundamentada en la doctrina jurisprudencial del TJCEE y del Supremo español, tal y como se propone en el texto del trabajo que ahora se publica. Entre las modificaciones introducidas pueden señalarse: la ampliación del ámbito objetivo de los deberes de comunicación, mediante la asimilación de algunos "Acuerdos o Convenios con otros accionistas" -los relativos al desarrollo de una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad- a las operaciones de adquisición de acciones (nuevo párrafo al Art. 2.ap.1); la clarificación de los sujetos obligados a notificar en los supuestos de participaciones significativas adquiridas por personas sin personalidad jurídica (la sociedad gestora o quien lo represente, Art. 4.e) o a través de Convenios de voto (el que previamente dispusiera de mayor número de votos -Art.2., ap.4-), así como la remisión al concepto de no residente de la normativa sobre inversiones extranjeras en España para la determinación del sujeto partícipe extranjero (Art. 4.e, segundo párrafo), esto es, "...los españoles o extranjeros, domiciliados en el extranjero o que tengan allí su residencia principal" (Art. 2.1.a. del RD 671/1992, de 2 de julio); la mayor exigencia en el contenido de las comunicaciones vinculadas a los convenios de voto (núm. 6, por el que se añade un nuevo párrafo al art. 8.1 del RD 377/1991); las potestades administrativas reconocidas a la CNMV para "... practicar de oficio las inscripciones referidas a hechos susceptibles de comunicación de los que se haya tenido conocimiento en el marco de las competencias de supervisión" (núm. 7 que da nueva redacción al Art. 10.1.c del RD 377/1991) y "modificar los registros o dar de baja alguna información cuando acredite, previa audiencia de los interesados, la inexactitud o falta de veracidad de los datos comunicados" (Art. 18.3). Con todo, quedan pendientes de solucionar otras cuestiones técnicas en la normativa de desarrollo del Art. 53 de la LMV, como la de seguir ciñendo la participación significativa exclusivamente al "alcance" del porcentaje mínimo (por regla general el 5% y el 1%, según los casos), en clara contradicción con la indiferencia al concepto de participación significativa al alcance o superación del porcentaje mínimo dispuesto en el Art. 53, párrafo primero de la LMV, en consonancia con la Directiva, según se da cuenta en el texto del presente estudio.

sucesivas reformas europeas de los Mercados de Valores (la francesa de 1989, la italiana de 1992 y la alemana, de 1994). Todos coinciden en la pretensión de su establecimiento, de dar a conocer la estructura de la propiedad y del poder existente en el seno de las sociedades cotizadas, al tiempo que contribuir a la consecución de los objetivos de la Directiva: engrosar la *"política de información adecuada a los inversores en el sector de los valores mobiliarios"* para *"mejorar la protección de aquéllos, reforzar su confianza en los mercados de dichos valores y asegurar, de este modo, su buen funcionamiento"*, contribuyendo *"a la puesta en marcha de un verdadero mercado europeo de capitales"* (Considerandos primero y segundo de la Directiva).

Junto a los grandes aciertos de la disciplina europea armonizada (principalmente, los de perfeccionamiento técnico de la normativa relativa al Derecho de sociedades vinculadas y la aproximación "mínima" de las legislaciones de los Estados nacionales en materia de participaciones significativas), la construcción de un "Gran Mercado de Valores" en el seno de la Unión europea reclama un esfuerzo de los distintos gobiernos para salvar aún más sus diferencias, avanzando en el tratamiento internacional uniformado del Derecho de las sociedades vinculadas, como fórmula ineludible para lograr la seguridad y eficacia de las disposiciones nacionales, en consonancia con la "unidad económica-monetaria", a punto de alcanzarse. Asimismo, el Derecho español vigente de las participaciones significativas en sociedades anónimas y cotizadas presenta una grave descoordinación técnica, en aspectos tan centrales como: la ausencia de una configuración coordinada de la figura de participación significativa; la falta de un concepto unitario de relación de dominio; la imprescindible conexión y complementariedad entre el contenido de los distintos regímenes de información y publicidad de las participaciones significativas en sociedades anónimas. Descoordinación que genera lagunas, duplicidades, contradicciones y matizaciones, difícilmente superables por vía interpretativa y generalmente injustificadas bajo la perspectiva "informativa", que aún a ambas disciplinas. Deste éste último plano, la información y publicidad de las participaciones significativas exige una cohesión interna entre la legislación general y especial de las participaciones significativas en sociedades anónimas, así como una complementariedad en su contenido, tal y como lo ha hecho el legislador alemán en la II Ley de Promoción del Mercado financiero, de 1994 (Título IV), en relación con el régimen general dispuesto en la AktG, de 1965 (arts. 20 25).

La pluralidad de planteamientos, soluciones y conexiones concurrentes en el Derecho vigente de las participaciones significativas en sociedades anónimas requiere partir de una exposición panorámica de sus antecedentes y evolución, como presupuesto para comprender e interpretar los textos españoles, cuya normativa aplicable a las sociedades cotizadas constituye el objeto del presente trabajo.

II. FUNDAMENTOS DEL REGIMEN DE INFORMACION Y PUBLICIDAD DE LAS PARTICIPACIONES SIGNIFICATIVAS Y SU CONSTRUCCION EN EL DERECHO GENERAL DE LAS SOCIEDADES ANONIMAS Y EN EL ESPECIAL DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS

1. Corrientes evolutivas europeas más representativas y su convergencia en el Derecho comunitario de sociedades

La construcción relativa a la información y publicidad de las participaciones significativas es relativamente reciente (aún no ha cumplido sesenta años), aunque su formación ha sido compleja y resultado de la confluencia de dos sistemas elaborados autónomamente,

conforme a planteamientos, orientaciones y ámbitos divergentes. De un lado, el sistema continental consagrado inicialmente en la LSM francesa de 1943, en el seno de la regulación de las "participaciones recíprocas entre sociedades anónimas" (Art. 8) y como fórmula para conocer la existencia de una participación prohibida. De otro, el sistema anglosajón, que nace desde un primer momento conectado a la necesidad de conocer quien controla las sociedades cotizadas (C.A. de 1948, sección (s) 195). Pero ambos coincidirán en la elección de un régimen informativo, consistente en el deber de declarar las participaciones que alcancen o superen el porcentaje del 10% en el capital de una sociedad, mediante comunicación escrita a la misma. Y en los dos, las circunstancias de la época y la novedad de la disciplina determinan la existencia de un régimen incipiente, tanto en relación al ámbito subjetivo de la disciplina como al carácter intrasocietario de la información sobre participaciones significativas. Así, la limitación del régimen a la obligación de comunicar a la sociedad las participaciones significativas en su capital. De modo similar, la extensión de la información a las acciones adquiridas en propiedad y directamente por otra sociedad (en el caso francés) o sus administradores (en el Derecho inglés) era consecuente con la pretensión inicial del legislador, de conocer las situaciones de participaciones recíprocas prohibidas (en el marco francés) y del control de la sociedad por sus administradores (en el Derecho inglés).

Los límites del régimen informativo inicial se muestra insuficiente para responder a la nueva realidad de las vinculaciones entre sociedades. Con su estricta aplicación se dejaban fuera los supuestos de separación entre la titularidad de las acciones y el ejercicio de sus derechos de voto. De igual modo, su restricción a determinados sujetos (la sociedad anónima y los administradores, según el sistema) no permitía conocer las participaciones recíprocas o de control de una sociedad anónima realizadas por otras personas. Igualmente, la limitación de su contenido al deber de comunicación a la sociedad participada, sólo aseguraba el conocimiento de las situaciones de "participaciones recíprocas" y de "control" a los miembros del órgano administrativo y en ningún caso a los accionistas de la sociedad y demás interesados en ella (como los acreedores o los trabajadores), pese a que todo el riesgo económico de la operación recaía sobre sus respectivos patrimonios. Las garantías para la eficacia del sistema también se manifestaron insuficientes, así como las sanciones impuestas por su incumplimiento. Finalmente, el alcance nacional de las legislaciones impedía su aplicación a las operaciones en la que estaban implicados sujetos de distintas nacionalidades.

La respuesta a los problemas mencionados no se dejó esperar en la doctrina europea más avanzada de los años sesenta, cuyas aportaciones supusieron un salto decisivo en el tema que nos ocupa. En este sentido, se consolidará el contenido del sistema actual de información y publicidad de las participaciones significativas, aunque en un primer momento se mantendrán las diferencias en su ámbito general a todas las sociedades anónimas (en el sistema continental y trabajos comunitarios de sociedades) y su restricción al de las sociedades cotizadas (propio del sistema anglosajón).

Aun cuando la solución inicial francesa se recibe en el "Regierungsentwurf eines Aktiengesetz", de 1958 (RegE) y el deber de comunicación se cuestiona en la fase prelegislativa, porque atenta al principio general del "carácter anónimo de la acción", que preside en las sociedades por acciones, su mantenimiento con modificaciones se impone. De un lado, se considera que el anonimato sobre la propiedad de las acciones sólo se justifica si el porcentaje de participación entre los accionistas es similar, pero en ningún caso si existen "grandes accionistas", que pueden imponer su voluntad en las decisiones de la Junta General y, consiguientemente, abusar de su

poder y determinar el rumbo y destino de la empresa. De otro, se propone la publicidad de las participaciones significativas, como fórmula para conocer el inicio y evolución de un grupo de empresas y de las situaciones de reciprocidad. La reconocida autoridad del autor de esta Tesis, el profesor Würdinger, explica su incorporación al nuevo texto proyectado. En síntesis: se amplía el ámbito de la obligación de comunicación a todas las empresas, por razones de congruencia con la disciplina de los Grupos; se eleva el porcentaje determinante de una participación significativa al 25%, de conformidad con el elegido para las participaciones recíprocas en el 328 y el exigido para constituir una minoría con posibilidad de impedir la modificación de los Estatutos y otros cambios estructurales que perjudiquen a los intereses de dichos accionistas (prevista en el Art. 170.2); para la determinación del porcentaje se computan las participaciones directas y también las adquiridas indirectamente por una empresa dependiente de la participada o de un tercero que actúe por cuenta de alguna de ellas. Igualmente se defiende, la ampliación de los destinatarios de la información a los socios y a los terceros, mediante la exigencia a la sociedad de mencionar la comunicación sobre participaciones significativas en el "Anexo" al Balance y la inserte en el "Boletín del Registro Mercantil" (BAnz) y en los medios de comunicación establecido en los Estatutos. La propuesta pasa a la AktG, de 6 de septiembre de 1965 (Arts. 20, 21, 22, 160.I.8° y 25, respectivamente), con la sola exclusión de la extensión de la obligación de comunicación a todas las personas y no sólo a las empresas.

De modo similar, la obligación de declarar a las "Public Company" los "intereses" en sus acciones se refuerza en la reforma de 1967, con la información pública de la comunicación exigida a la sociedad, mediante su inscripción en el Registro de "intereses relevantes" (s. 34). Asimismo, el alcance inicial de la obligación de comunicar se amplía a todas las personas (s. 33), en relación con los "intereses" que tengan en las acciones de la sociedad, esto es, su titularidad o simplemente la disposición del derecho de voto (según la definición establecida en la s 28, aplicable al supuesto que nos ocupa) y al margen que se adquieran directamente por la persona obligada a comunicar o indirectamente por su esposa (s 33.4.a). Aunque el Informe "Jenkins" había propuesto igualmente reducir al 5% el porcentaje de participación decisivo para la comunicación y la posibilidad que la sociedad reclamara a los "beneficiarios de los títulos la información sobre los "intereses" que dispusieran de los mismos", estas opciones no se recibirán en la C.A. de 1967, sino que se introducirán más adelante.

El legislador italiano será el primero de los ordenamientos continentales en incorporar la normativa sobre participaciones significativas en el ámbito de las sociedades anónimas cotizadas (Ley 216, de 1974 -Art 5-). En ella se combinan soluciones similares a las ya comentadas con algunas innovaciones, que pasarán a configurar la disciplina posterior de las participaciones significativas. Como en la legislación inicial francesa, el legislador italiano restringe el contenido del régimen a la obligación de comunicar a la sociedad las participaciones. El porcentaje del 10% sólo se aplica si la sociedad participada no cotiza en Bolsa y, en caso contrario, se reduce al 2%. En línea con las orientaciones germánicas, la normativa tiene la pretensión de asegurar el conocimiento de las distintas posiciones de poder en el seno de la Junta General de accionistas y la existencia de una participación recíproca superior al límite permitido en el citado precepto. Y entre las novedades del legislador italiano puede señalarse, que la aplicación de la normativa exige la presencia de una sociedad cotizada y la comunicación ha de dirigirse igualmente al órgano de control y supervisión del Mercado de Valores (CONSOB), si las acciones de la sociedad participada cotizan en Bolsa. Pese a todo, la doctrina considerará insatisfactoria la normativa para conocer el "anagrama de poder económico" existente en el seno de las sociedades anónimas y del mercado en general. Asimismo, la inexistencia de una información pública de las

comunicaciones intenta superarse proponiendo que lo haga la CONSOB, en razón al ámbito del poder reconocido en el Art. 3.b y siempre que su divulgación no suponga un grave daño a la sociedad.

Los modelos comentados irán entrecruzándose paulatinamente, en épocas e intensidad diferente. En síntesis: las orientaciones germánicas se reciben parcialmente en los sucesivos textos de IX Directiva y con alcance general para todas las sociedades anónimas (Doc. 328/XI/74-I, arts. 18 y 19; Doc. III/1.639/84, Arts. 3 y ss.). El modelo británico, junto con el italiano serán la referencia para el régimen de las participaciones significativas en sociedades cotizadas establecido en la Directiva 88/627/CEE, relativa a las informaciones que deben publicarse en el momento de la adquisición y cesión de una participación 'importante' en una sociedad que cotice en Bolsa (a la que se remite el Proyecto de Estatuto para una S.E. (Doc. COM (91, 174-2 final, artº 50).

1.1. La Directiva del Consejo 88/627/CEE, relativa a las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en Bolsa y su recepción nacional.

La Directiva 88/627/CEE, de 12 de diciembre, relativa a las "informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una sociedad cotizada en Bolsa" (a la que se remite la Propuesta modificada de Reglamento del Consejo para un Estatuto de S.E. (Doc. COM. (91) 174-2 final). La Directiva 88/627/CEE coincide con la Propuesta modificada de IX Directiva de sociedades, en materia de Grupos, en la obligación de declarar las participaciones significativas (Art. 4) y su posterior información pública (Art. 10), por razones de transparencia sobre las situaciones de control (Así se expresa en la Exposición de Motivos, párrafo quinto). Por el contrario, se aparta del texto sobre Grupos al no imponer la mención de la "comunicación" en la contabilidad. Esta solución se corresponde con los antecedentes británicos en que se inspira la Directiva aplicable a las sociedades cotizadas y, en todo caso, el conocimiento sobre las situaciones de control queda asegurado con el Art. 10. En el núm. 1 se exige la "información al público de cada Estado miembro", "lo antes posible y a más tardar nueve días hábiles después de la recepción de dicha declaración".

En general, el contenido concreto de la Directiva 88/627/CEE es más complejo, amplio y de mayor rigor que el previsto en la Propuesta sobre Grupos. En algunos casos, estas características obedecen a las soluciones británicas que le han servido de orientación (como sucede, entre otros, con la amplitud y casuismo con que se formulan las reglas para el cómputo de los porcentajes - Arts. 2 y 7- o de las exigencias relativas al contenido, forma y plazo de realización de la comunicación -Art. 4-). Otras veces se justifica por congruencia con otras Directivas aprobadas, como se reconocía en la Propuesta inicial de Directiva (Tal es el caso de la pluralidad de porcentajes elegidos: el 10%, establecido en los Arts. 7 y 8 de la VII Directiva (83/349/CEE) sobre cuentas consolidadas, el 20%, en el Art. 17 de la IV (78/660/CEE), en materia de cuentas anuales y en el Art. 33.1 de la VII, el 1/2 y 2/3, en los artículos 29.4.5, 30,3, 35, 38 y 40 de la II (77/91/CEE) sobre capital y Art. 7 de la III (78/855/CEE), relativa a la fusión y Art. 5, en materia de escisión; por último, el 50%, es el porcentaje que representa el control absoluto). El mayor rigor de las normas obedece al hecho de estar ante participaciones en sociedades cuyas acciones cotizan en Bolsa que, por estar sometidas a una contratación continua, exigen una normativa más estricta, conforme se expresaba en la Propuesta inicial de Directiva (como, por ejemplo, que la declaración se dirija, no sólo a la sociedad participada, como se establece en el Proyecto de IX Directiva sobre Grupos, sino también a las autoridades nacionales competentes (Art. 13, en

relación con el 4, núm. 1)).

Durante el proceso de elaboración comunitaria, las sucesivas reformas nacionales han ido modificándose progresivamente. En el caso británico, a través de las reformas legislativas, siendo la vigente, la introducida por la C.A. de 1989, Parte VI sobre "Información de intereses en acciones", secciones 199 a 212. La evolución del sistema continental ha presentado las siguientes líneas. El convencimiento de la doctrina francesa, de imponer una publicidad de las participaciones significativas para conocer la distribución de de las acciones se recogerá en la recomendación de la COB, de 17 de marzo de 1981, pasando posteriormente a la Ley 85/705, por la que se modifican los Arts. 355 y ss. de la Ley del 66. Estos preceptos están vigentes en la actualidad, con las innovaciones introducidas en 1989 para las participaciones en sociedades cotizadas, como consecuencia de la adaptación del Derecho francés a la Directriz 88/627/CEE. A la incorporación de esta última han respondido igualmente los Decretos leyes italianos, de 27 de enero de 1992, núm. 90 y Art. 11 de la Ley, de 18 de febrero de 1992 (desarrollados por sucesivas disposiciones), cuyas líneas básicas se han conservado en la reciente Ley del Mercado Financiero y del gobierno de las corporaciones (Art. 120, aunque en el Art. 214.1.s y 2.a se deroga todo su desarrollo reglamentario). Y la segunda ley alemana de promoción del Mercado Financiero (Título IV, arts. 21 a 30)

1.2. Consideraciones recapitulativas

Pese a todos los logros conseguidos desde la introducción inicial de la disciplina en la legislación francesa del 43 y la británica del 48, la disfuncionalidad entre el régimen de información y publicidad de las participaciones significativas y la realidad societaria sigue planteándose actualmente. En este plano continúa abierto el tema relativo a la configuración de las participaciones significativas. Se cuestiona, si la normativa debe restringirse a los negocios de adquisición de la titularidad plena y/o limitada de las acciones o extenderse a los distintos negocios de atribución del ejercicio de los derechos de votos correspondientes a las acciones. La razón de ser de este problema se conecta al hecho de la complejidad que en el actualidad revisten las operaciones de participaciones entre sociedades, con independencia de su carácter o no recíproco. En su solución confluyen distintas corrientes, aunque el sistema británico es el más evolucionado en este punto, mediante un concepto amplio del "interés en acciones", integrado por una cláusula general ("cualquier forma de ventaja en acciones"), seguida de una serie de supuestos específicos (y comprensivo desde la compra hasta cualquier modalidad de acuerdo sobre el ejercicio de los derechos de votos correspondientes a las acciones). Pero la doctrina sigue insistiendo en que existen muchas situaciones (como por ejemplo "entendimientos", "encuentros de consideración", etc.) que escapan al ámbito normativo y que siguen permitiendo el "control oculto de las sociedades anónimas". Perfiles similares se presentan en las legislaciones continentales, a los que se le añaden, con mayor o menor agudeza, los problemas de conexión entre el régimen dispuesto para las participaciones significativas en sociedades cotizadas y el general previsto para todas las sociedades anónimas. En el fondo de estas cuestiones se encuentra la incapacidad de la disciplina que nos ocupa para atender a todo el fenómeno del control de las sociedades, a la vez que manifiesta la necesidad de establecer una normativa más amplia de regulación de las vinculaciones societarias en la que se integraría como parte de la misma la información y publicidad de las participaciones significativas.

2. Orientaciones y relaciones en el Derecho español de las sociedades anónimas.

1. El desfase de la Ley de Sociedades Anónimas, de 1951 y el proceso para su reforma.

Aunque la LSA de 1951 exigiera, que la sociedad mencionase las participaciones en una partida específica del Activo de su Balance, con expresión de su importe (Art. 103, núm. 6), la norma se consideraba insuficiente, porque la mera constancia de las "participaciones" en el Balance, sin acompañarse de un régimen completo sobre "participaciones societarias" y "Grupos de sociedades" significaba la imposibilidad que los accionistas y acreedores conocieran el detalle de cada una de ellas. Por esta razón se irá imponiendo una interpretación finalista del precepto en el sentido, de especificar las participaciones en función de los diversos grados de vinculación que de ellas se deriva.

El Anteproyecto de LSA, de mayo de 1979, resolvía el tema mediante el deber de "notificar" a la sociedad las participaciones que superasen el porcentaje del diez por ciento en su capital; exigiéndole igualmente a la sociedad, el deber de mencionar la "notificación" recibida en su "Memoria" (Art. 230, final) e inscribirla en el Registro Mercantil (Art. 232, penúltimo párrafo). La normativa se incluía entre las medidas establecidas para "impedir el abuso del poder económico" (Así en la Exposición de Motivos, núm. VII, último párrafo, final). Igualmente, la obligación de "notificación" a la sociedad estaba llamada a cumplir dos funciones: por un lado, dar publicidad a las participaciones de importancia en otras sociedades, tal y como se pretendía en la Exposición de Motivos, núm. VII, último párrafo; de otro, determinar la aplicación del régimen previsto para las participaciones recíprocas ilícitas, dispuesto en el Art. 232, párrafo segundo, y tercero.

El Anteproyecto de LSA, de julio de 1986 suprimió la disciplina, aunque en la fase prelegislativa el profesor Paz-Ares defendió la incorporación del deber de notificación a la sociedad respecto de las participaciones que superasen el diez por ciento de su cifra de capital social, así como el deber de la sociedad, de mencionar la notificación en la "Memoria" (conforme a la previsión inicial del Art. 230 del Anteproyecto de 1979). También sostuvo la supresión del deber de la sociedad sociedad, de inscribir la notificación recibida en el Registro Mercantil (contrariamente a su establecimiento en el art. 232 del ALSA de 1979) por entender que, si bien la "publicidad registral podría ser útil para los terceros", "las cargas burocráticas que ello trae consigo pueden atenuar la eficacia de la normativa".

2.2. Información y publicidad de las participaciones significativas en sociedades anónimas. Opciones y desconexiones bajo la doble perspectiva informativa, de la estructura de la propiedad y del poder en las sociedades y en el mercado

A) Régimen general de las sociedades anónimas

La propuesta señalada se introduce en el Art. 45.a, núm. 7, del Proyecto de Ley aprobado por el Senado el 21 de junio de 1989, pasando al Art. 86 del TRLSA, aprobado por el Real Decreto Legislativo 1.564/1989, de 22 de diciembre, que entra en vigor el 1 de enero de 1990. El texto vigente dice: *"Notificación.- 1. La sociedad que, por sí misma o por medio de una sociedad filial, llegue a poseer más del diez por ciento del capital de otra sociedad deberá notificárselo de inmediato, quedando mientras tanto suspendidos los derechos correspondientes a sus participaciones.- Dicha notificación habrá de repetirse para cada una de las sucesivas adquisiciones que superen el cinco por ciento del capital.- 2. Las notificaciones previstas en el*

apartado anterior se recogerán en las memorias de ambas sociedades". La norma se verá afectada por las modificaciones introducidas en la Disposición adicional Segunda, de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de sociedades de responsabilidad limitada; por la que se amplía el concepto de Sociedad dominante y dominada (Art. 87 TRLSA) y rigoriza el régimen sancionador inicial (Art. 89 TRLSA)

Ciertamente, que la obligación de declarar las participaciones significativas a la sociedad resuelve positivamente algunos de los problemas planteados por el silencio de la LSA de 1951 al respecto. Así, los miembros del órgano administrativo de las sociedades anónimas podrán conocer prontamente la distribución de las acciones, que superen el porcentaje del 10% de la cifra del capital social, con independencia del carácter uniletaral o recíproco de la participación. De modo similar, la inclusión de la información recibida en la "Memoria" de la sociedad participada podría facilitar el conocimiento de las situaciones indicadas a los socios (mediante el ejercicio del derecho de información reconocido en los Arts. 112 y 212 de la LSA) y al público en general (tras el depósito y publicidad de las cuentas en el Registro Mercantil previsto en los Arts. 218 y ss.). Pero la restricción de la obligación de comunicar a las "sociedades" o el silencio sobre la información inmediata de las participaciones significativas a los socios o su publicidad fuera del régimen general previsto para las Cuentas anuales inciden en la consecución de la finalidad de la disciplina consolidada en la actualidad, de lograr la transparencia de las relaciones de poder existente en el seno de las sociedades anónimas y sus vinculaciones, con independencia que derive de una participación unilateral o recíproca. Bajo esta última perspectiva, la solución del legislador español tiene un sentido histórico, en correspondencia con las orientaciones iniciales francesas y superadas desde los años sesenta en el contexto comparado y comunitario.

B) Regímenes especiales. En particular, participaciones significativas en sociedades cotizadas, tras la Ley 25/1988, del Mercado de Valores y sus disposiciones de desarrollo.

En paralelo a la reforma de la legislación general de anónimas, la información relativa a las participaciones significativas se ha introducido en la legislación especial de sociedades (inicialmente en la Ley 46/1984, de 26 de diciembre, para las participaciones significativas adquiridas en una Institución de Inversión colectiva, Art. 5). Una norma similar se recogerá en la Ley 26/1988, para las participaciones que alcancen o superen el 5 por ciento del capital de una Entidad de Crédito (número 4 de la Disposición adicional Segunda).

En consonancia con la última fase de la evolución comparada, el Derecho especial de las sociedades cotizadas incorporará el deber de informar a la sociedad respecto de las participaciones significativas en su capital en el Proyecto de Ley del Mercado de Valores (Art. 52). Pese a la propuesta de su supresión por estimar, "que la regulación sobre OPAS es ya muy detallada y el Art. 52 significa nuevas complicaciones y "corsés" que harán del mercado una especie de hileras de negociados burocráticos de los Mercados" (enmienda número 125, presentada por el Grupo mixto al Proyecto), la enmienda no prosperó y la norma pasó a la Ley 26/1988, de 28 de junio, del Mercado de Valores, que en el Art. 53, primer párrafo dice: *"Quien, por sí o por persona interpuesta, adquiera o transmita acciones de una sociedad admitidas a negociación en alguna Bolsa de Valores y, como resultado de dichas operaciones, el porcentaje de capital suscrito que quede en su poder alcance o exceda los porcentajes del total de capital suscrito que se establezcan, deberá informar, en las condiciones que se señalen, a la sociedad afectada, a las Bolsas en que sus acciones se negocien y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores del porcentaje del capital suscrito que quede en su poder tras aquellas operaciones.*

Dichas entidades estarán obligadas a hacer pública dicha información en la forma que se establezca y con las salvedades previstas en el artículo 91."

El precepto se desarrolló inicialmente por la Circular de la CNMV 6/1989, de 15 de diciembre. Tras la aprobación de la Directiva 88/627/CEE, la Circular se sustituyó por el Real Decreto 377/1991, de 15 de marzo, sobre "comunicación de participaciones significativas en Sociedades cotizadas y de adquisiciones por estas de acciones propias". Con él se pretendía, no sólo "incorporar las previsiones comunitarias al respecto" contenidas en la "Directiva del Consejo 88/627/CEE", sino también "aclarar y solucionar algunas de las dudas y cuestiones que se han venido suscitando en la aplicación de las primeras disposiciones dictadas sobre el particular" (párrafo tercero). La Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 23 de abril de 1991 y la Circular de la CNMV, 2/1991, de 24 de abril, aprobaron los modelos de las comunicaciones señaladas. Posteriormente, se modifica parcialmente el régimen sancionador por la disposición adicional novena de la Ley 3/1994, de 14 de abril, por la que se adapta la legislación española en materia de entidades de crédito a la Segunda Directiva de coordinación bancaria y se introducen otras modificaciones relativas al sistema financiero.

La obligación de informar a la sociedad (y a los órganos bursátiles) las participaciones significativas en el capital de las sociedades cotizada, seguida de la publicidad de estas últimas es correcta. De una parte, las soluciones de la legislación bursátil pretenden adecuar la normativa española con las exigencias mínimas requeridas por la Directiva del Consejo 88/627/CEE, de 12 de diciembre, sobre "informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y de la cesión de una participación importante en una Sociedad cotizada en Bolsa". De otra, es coherente con los propósitos de "transparencia" perseguidos por el legislador, como medio para tutelar los intereses implicados en la norma. En efecto, la obligación de "declarar" las participaciones significativas permite el conocimiento de las mismas al órgano administrativo de la sociedad participada. La exigencia de declararlas a las Bolsas donde coticen las acciones y a la CNMV, para su posterior "publicidad" tutela el interés de los accionistas y de los terceros, en general (acreedores de la sociedad y público), al permitirles el conocimiento de las participaciones susceptibles de control. Y ello es así porque, las "comunicaciones" recibidas están a disposición de los accionistas de la sociedad; asimismo, el carácter público del Registro de la CNMV asegura el conocimiento a los terceros (Art. 10 del RD 377/91, letras a y c). Sin embargo, podría cuestionarse la potestad reconocida a la CNMV para exonerar, no sólo de la información pública de las participaciones significativas, sino también de la información a los socios Art. 10.2 RD citado excede de su restricción a la información pública, autorizada por el Art. 11 de la Directriz 88/627/CEE.

Por último en este plano de ideas generales, la disciplina informativa de las participaciones significativas en sociedades anónimas tenía que haberse hecho coordinadamente en el régimen general (Art. 86 LSA) y en el especial (Art. 53 de la LMV). Las opciones seguidas por el legislador español en el texto de sociedades anónimas y en la LMV sólo se explican parcialmente en la diferente influencia de los textos legislativos (así ocurre con la autonomía del régimen en la legislación bursátil, en consonancia con la Directiva 88/627/CEE, frente a su conexión con la normativa de las participaciones recíprocas en el Texto Refundido (como se recogía en los primeros trabajos de IX Directiva sobre Grupos de Empresas); en el sentido atribuido por el legislador a la normativa (así, la inclusión de la información y publicidad de las participaciones significativas en la normativa del Mercado de Valores podría justificar el predominio de las normas de Derecho administrativo-económico -como por ejemplo, las que se refieren a las

potestades administrativas reconocidas a la CNMV-, frente al carácter preferentemente privado del régimen dispuesto en la LSA). Pero en su mayoría, las divergencias existentes entre la LSA y la legislación del Mercado de Valores no obedecen a las razones expuestas, ni al hecho de que las acciones de la sociedad participada coticen o no en Bolsa, sino simplemente a una apresurada elaboración de las mismas e injustificada descoordinación interna entre el legislador general de anónimas y el especial del Mercado de Valores, que hubiera exigido simplemente "especialidades en el ámbito de las sociedades cotizadas" (como por ejemplo se hace con la elección de porcentajes mínimos diferentes-10% en la LSA y 5% en la normativa del Mercado de Valores-, en consonancia con los diversos modelos empresariales acogidos en el tipo general de anónima y el más restringido de las cotizadas), pero en ningún caso contradicciones, lagunas y duplicidades injustificadas, como las existentes en el Derecho vigente de las sociedades anónimas. Estas diferencias requieren una reforma legislativa, pues su superación por vía interpretativa se resiste principalmente por el contraste entre la naturaleza jurídica preferentemente privada de las disposiciones contenidas en el TRLSA y el predominantemente administrativo de las previsiones integrantes en la legislación del Mercado de Valores.

II. EXISTENCIA DE PARTICIPACION SIGNIFICATIVA EN UNA SOCIEDAD COTIZADA

1. Configuración legal de las participaciones significativas. Características generales.

Hay participación significativa, siempre que se alcance o supere un determinado porcentaje en la cifra de capital de una sociedad anónima. Este concepto es mínimo y recogido, con mayor o menor acierto en su formulación, en la generalidad de los ordenamientos comparados y en el Art. 53 de la LMV, primer párrafo, al declarar "*Quien, por sí o por persona interpuesta, adquiera o transmita acciones de una sociedad admitidas en alguna Bolsa de Valores y, como resultado de dichas operaciones, el porcentaje de capital suscrito que quede en su poder alcance o supere los porcentajes del capital suscrito que se establezcan...*".

La fórmula elegida por nuestro legislador es técnicamente correcta pero su interpretación genera dudas desde el punto de vista de los intereses de política-jurídica implicados en la disciplina actual sobre información y publicidad de las participaciones significativas en sociedades cotizadas, de dar a conocer la distribución del poder derivado de las participaciones en este tipo societario y sus vinculaciones (entre ellas, la aparición de un Grupo de sociedades o el entramado existente en el marco de una pluralidad de sociedades, no reconducible a la figura de grupo u otras de las modalidades que revista el fenómeno de agrupación de empresas). En este contexto, la definición apuntada es demasiado general y plantea una serie de interrogantes. En primer lugar, la elección del porcentaje de participación "mínimo", esto es, la proporción a partir de la cual el titular de la participación significativa podrá predominar sobre los demás accionistas y, por esta razón, influir o imponer su voluntad en las decisiones de la Junta General de accionistas. En segundo lugar, la referencia exclusiva al porcentaje de la cifra de capital cuestiona si ha de adquirirse la titularidad plena de las acciones o si basta con ser el titular de los derechos de votos correspondientes a las acciones (o incluso simple legitimado para su ejercicio), cuyo valor nominal represente el porcentaje de la cifra de capital requerido por el legislador. Del mismo modo, la imprecisión respecto de las participaciones adquiridas indirectamente por el titular de la participación significativa (mediante sociedades o personas interpuestas) dificulta la extensión del alcance de la definición a los casos que la operación de participación se realice a través de sujetos interpuestos ("testaferros", "cadena de sociedades") o de negocios indirectos (convenios

de voto, depósito administrado de títulos).

La respuesta a las cuestiones anteriores presenta particularidades en los distintos ordenamientos y en las normas de desarrollo de la LMV española. Como adelanto de la cuestión y atendiendo a la finalidad informativa de la disciplina objeto de nuestro examen puede afirmarse, que cuanto menor sea el porcentaje de participación elegido mayor será el acierto legislativo, ya que la aplicación del régimen de información y publicidad de las participaciones significativas se desencadenará con anterioridad a otras disposiciones relacionadas con el fenómeno de las agrupaciones de empresas (como, por ejemplo, la disciplina sobre consolidación de la contabilidad). Asimismo, la inclusión exclusiva de los supuestos de titularidad plena de las acciones permitiría conocer las posibles posiciones de control de la sociedad, conectada a la propiedad de las acciones (ya traiga su origen en una participación unilateral o recíproca), pero dejaría fuera los supuestos de disociación entre las personas que asumen el riesgo empresarial (por ser titular de las acciones) y las que ejercen el poder en la sociedad (por la disponibilidad de los derechos de voto, en base a la constitución de un usufructo, depósito administrado de acciones, representación irrevocable, entre otros). Algo similar sucedería con las participaciones adquiridas indirectamente por una determinada persona. Si el sujeto que realiza la operación es una "sociedad controlada" o un "representante directo", el porcentaje adquirido por esta vía sería atribuible a la sociedad "controlante" o al "representado", mediante la noción de control o a través de la construcción civil sobre representación. No obstante, quedarían fuera del ámbito normativo las participaciones adquiridas por otros sujetos vinculados al titular de la participación significativa, entre ellos, mediante una relación de "control de hecho".

Las ideas señaladas están en la base de las sucesivas reformas legislativas. Su solución técnica se articula con la adopción de una fórmula mixta integrada, por la elección de un "porcentaje 'mínimo'", seguido de una serie de "criterios para su determinación". En este sentido, hay una similitud en la técnica elegida y en la línea directriz que la apoya, caracterizada por la tendencia hacia una reducción del porcentaje de participación 'mínimo', acompañado por una ampliación de los negocios sobre las acciones que conducen a una atribución del derecho de voto (e incluso, de la legitimación para su ejercicio, tal y como ocurre con algunas de las soluciones adoptadas por las más recientes reformas continentales del mercado de valores, de conformidad con la orientaciones británicas), prescindiendo del negocio o acto que traiga su causa y al margen del procedimiento seguido para su conclusión. Pese a la similitud apuntada, en las posturas definitivas han concurrido corrientes diferentes, tanto en sus planteamientos, como en el tratamiento concreto del tema y en la fase de evolución del mismo. Ello justifica parcialmente la separación entre el 2% (en el Art. 120.2 italiano para las participaciones en sociedades cuyas acciones cotizan en Bolsa) y el 5% recibido en la normativa alemana (Art. 21) o el 10% (acogido igualmente en el Art. 120.3 italiano para las participaciones de una sociedad cotizada en una no cotizada). En este punto, el legislador español se ha inclinado por el 5%, rebajando el del 10% exigido por el legislador comunitario (Art. 4). La diversidad señalada refleja la arbitrariedad de la elección exclusiva de un porcentaje de participación como criterio para separar las participaciones significativas de las que no lo son. En este sentido se indicará, que concretar la proporción a partir de la cual el titular de la misma podrá predominar sobre el resto y, por esta razón, influir o imponer su voluntad en las decisiones de la Junta General de accionistas, es una cuestión realmente difícil, cuando uno se separa del porcentaje mayoritario (del 50%). Y ello porque la adecuación del porcentaje "significativo" a la realidad económica empresarial dependerá igualmente de otras variables: entre ellas, el punto de referencia para determinar el porcentaje (en la cifra de capital, en los derechos de votos o en ambos); de las singularidades de

cada sociedad (entre ellas, número de socios, mayor o menor grado de dispersión de las acciones de la sociedad participada, sector de la actividad económica que constituya el objeto social de la misma) y de todo el entramado de relaciones de distinta naturaleza, que permiten la disposición de un número de votos suficientes para lograr la mayoría en la Junta General que asegura el control (por ejemplo, distintas técnicas de aprovechamiento del derecho de voto, las operaciones de reciprocidad, acuerdos de sindicación de votos e incluso contratos de gestión y financiación empresarial).

Similares diferencias se aprecian a la hora de concretar los criterios para la determinación de las participaciones significativas. Ello justifica la controversia relativa a cuales son las participaciones significativas. En la base de las distintas construcciones legislativas y de los debates de la doctrina confluyen razones de diversa índole. En unos casos obedece a motivaciones de política jurídica. Así, la pluralidad de intereses a los que atiende cada régimen concreto dificulta enormemente la construcción técnica de la disciplina o, cuando menos, inciden en su efectividad. En este sentido puede indicarse simplemente, que la contradicción existente entre el interés "de secreto" del titular de la participación significativa y el de "información" de los demás interesados en la sociedad, esto es, socios, acreedores, trabajadores y público en general, con el fin de evaluar los riesgos de su inversión o el alcance de sus garantías o la marcha de la sociedad, respectivamente, obstaculiza el cumplimiento de la obligación de comunicación a la sociedad impuesta al titular de la participación significativa (tal y como se dispone en los textos comparados y en el Art. 53 de la LMV). El problema indicado se agudiza en el Derecho español, no sólo por la inoperancia de otros mecanismos de acceso a la información (por ejemplo, el carácter predominantemente patrimonial de la información suministrada en la contabilidad) y el de los límites del ejercicio del derecho de información reconocido a los accionistas en el Derecho general de las sociedades anónimas -con ocasión de la Junta General o durante su celebración-, sino fundamentalmente por las dificultades existentes en la práctica para conocer las situaciones de participaciones significativas, dada la riqueza de fórmulas y combinaciones que pueden concurrir en la operación (que va desde la adquisición de la titularidad plena y directa de las acciones al logro del porcentaje legal mediante "usufructo" o "copropiedad de acciones", pasando por los "convenios de voto", "préstamo con garantía de acciones" y sin olvidar los derechos de votos obtenidos por "depósito administrado de acciones" o sumando las participaciones adquiridas a través de una cadena de sociedades y sujetos interpuestos). Estos inconvenientes dificultan la aprehensión jurídica del fenómeno en la práctica, con la consiguiente relativización de los finalidades pretendidas por la normativa objeto de estas páginas. En otros casos, las inadecuaciones de los textos legislativos están motivadas por los propios límites de la disciplina en el marco de la regulación del control de las sociedades anónimas. En este sentido debe advertirse, que la información y publicidad de las participaciones significativas sólo pretende asegurar el conocimiento de las relaciones de poder conectadas a una "participación significativa" en la cifra de capital y/o en los derechos de votos, con exclusión de los demás supuestos de control (como por ejemplo, los derivados de la concurrencia de un vínculo de participación acompañado de otra relación de distinta índole -entre ellas, los tradicionales contratos sobre política empresarial conjunta-).

La superación de algunos de los problemas mencionados es posible en el Derecho español, mediante una interpretación del art. 53, de carácter finalista y acorde con el tenor del Art. 4 de la Directiva -con la determinación del "*porcentaje de los derechos de voto*"- y su espíritu, de engrosar la "*política de información adecuada a los inversores... para mejorar la protección de aquéllos, reforzar su confianza en los mercados de dichos valores y asegurar, de este modo, su*

buen funcionamiento...". Interpretación apoyada, no sólo en el propio tenor del RD 377/1991, de incorporar la normativa comunitaria, sino también en la doctrina jurisprudencial, de interpretar el Derecho nacional a la luz de la disciplina comunitaria. De aquí, que siguiendo a lo exigido por el legislador comunitario (Art. 4), el concepto de participación significativa referenciado exclusivamente en el Derecho español con arreglo a la cifra de "*capital suscrito*" (Art. 53 de la LMV y 1 del RD 377/1991) no es obstáculo para extender su ámbito normativo a los negocios que impliquen una disociación entre la titularidad de la acción y sus derechos de voto, así como los que recaigan sobre estos últimos.

Con todo, el concepto legal de "participación significativa" es "singular" a la normativa que nos ocupa, porque la posición de titular de la misma puede ser en condición de socio de una sociedad anónima (si se tiene la titularidad plena de las acciones) o al margen de ella, en virtud de la legitimación legal o estatutaria para el ejercicio de los derechos de votos correspondientes a las acciones en cuestión (como sería el caso del usufructo o prenda de acciones). Todas estas alternativas son posibles en la práctica, en razón a la libre transmisibilidad de las acciones admitidas a cotización (Art. 10.1 del RD 291/1992, de 27 de marzo, sobre emisiones... de valores, que desarrolla el Título III de la LMV) y al resto de los negocios sobre las acciones autorizados en la LSA (la posibilidad de constituir derechos reales sobre ellas Arts. 57 y ss. y otros negocios de atribución del voto -entre ellos, préstamo con garantía de acciones, arts. 320 y ss. del C.com.-). De igual modo su inclusión en el ámbito normativo supondría una adecuación entre las disposiciones relativas a la información y publicidad de las participaciones significativas y la realidad económica llamada a regular, tal y como se pone de manifiesto en la práctica comparada y española, principalmente con ocasión de alguna situación de crisis empresarial o escándalo financiero.

A la normativa que nos ocupa le es irrelevante el carácter unilateral o recíproco de la participación, principalmente porque las dos clases de participaciones coinciden en encerrar un peligro de "control oculto" de la sociedad, conectado a la disposición de un número de votos suficientes de por sí para imponerse en las decisiones de la Junta General de accionistas y, con ello, decidir respecto de la estructura básica de la sociedad (Aumento y reducción de la cifra de capital; fusión y agrupación de empresas; cambio de objeto social, entre otras). En este punto, la diferencia existente entre ambas clases de participaciones es que el peligro se manifiesta en las recíprocas mediante el llamado "autocontrol" y caracterizado porque los administradores controlan la sociedad de la que son miembros, a través de los derechos de voto correspondientes a la sociedad con la que participan.

También es indiferente al concepto formulado, la naturaleza jurídica del sujeto que ocupa la supuesta posición de predominio (sociedad, persona física, fundación, etc); que la indicada posición sea compartida por varios sujetos (como por ejemplo, sería el caso de las adquiridas en copropiedad o a través de sociedades controladas) y cual sea la intención del mismo (aunque normalmente, las unilaterales suelen tener carácter estratégico para posiciones futuras). De esta manera existirá participación significativa, tanto si la operación se realiza con exclusiva pretensión de ahorro, inversión o diversificación en los riesgos de la cartera de valores, como si su conclusión está movida por finalidades más amplias (tal y como sucedería con las llamadas "participaciones de control" o con la intención de lograr una "agrupación de empresas", ya sea reconducible a la figura de Grupo de sociedades (por ejemplo, si se adquiere una participación mayoritaria en el capital de una sociedad o si se dan algunos de los elementos exigidos en el Art. 42 del C.Co. para la consolidación de las cuentas) o a otras figuras (por ejemplo, si una sociedad

aporta a otra una rama de su actividad y, como contraprestación recibe participaciones sociales; entramado de participaciones existente entre una pluralidad de empresas). Desde esta perspectiva el régimen de información y publicidad de las participaciones significativas permitiría igualmente determinar si la operación de adquisición ha supuesto igualmente un ejercicio "indirecto del objeto social delimitado en los Estatutos", así como el conocimiento del nacimiento, evolución y alcance de la agrupación de empresa en cuestión, al tiempo que determinar la aplicación de otras disposiciones correspondientes al Derecho de sociedades (entre ellas, la consolidación de las cuentas) o de otros sectores de nuestra disciplina (como el Derecho de la competencia o del Mercado de capitales, por citar algunos) o, incluso, detectar las diferentes vías de elusión de la disciplina que nos ocupa.

El carácter singular del concepto legal de participación significativa justifica igualmente su conexión al dinamismo de la realidad empresarial. Prueba de ello es su carácter cambiante, como lo demuestra el desplazamiento de la concepción inicial de participación significativa, restringida a las acciones adquiridas exclusivamente por la sociedad y a título de propiedad (o por los administradores, Art. 8 de la legislación francesa de 1943 y s. 195 de la C.A. de 1948, respectivamente) por la concepción actual, tendente a prescindir de la naturaleza jurídica del sujeto que adquiere las acciones, así como del negocio jurídico en virtud del cual se adquiere la titularidad plena o limitada de la participación social y de la forma directa o indirecta de su realización.

En este contexto de ideas generales resta justificar la elección del término "participación significativa" y señalar la equivocidad del mismo. En principio, la decisión no es absolutamente necesaria, como lo demuestran las referencias continentales a la expresión "participación" igual o superior a un determinado porcentaje (Arts. 356-1 francés, 21 alemán y 120 italiano), separándose de la terminología comunitaria de "participación importante" (Título de la Directiva 88/627/CEE). No obstante, bajo la perspectiva finalista de la información y publicidad de las participaciones significativas es conveniente la elección de un término especial, que evite las injustificadas diferencias legislativas y, por supuesto, los problemas en su interpretación. A este respecto son acertadas las expresiones "participación importante" (recogida inicialmente en el Anteproyecto de 1979 y actualmente en la Directiva) y "participaciones significativas" (recibida en el RD 377/1991, de 15 de marzo; Orden del Ministerio de Economía, de 23 de abril de 1991 y la Circular de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2/1991, de 24 de abril). Técnicamente, los dos términos son similares. Por un lado, la expresión "participación" permite comprender los supuestos de titularidad plena de las acciones en una sociedad y los de disociación entre la titularidad de la acción y sus derecho de voto. Igualmente, el calificativo "importante" o "significativa" expresa claramente la idea de preponderancia de determinadas participaciones respecto de las demás, en nuestro caso, las posibles portadoras de una posición de dominio. Asimismo, su formulación general permite comprender todos los supuestos legales de participaciones susceptibles de controlar una sociedad, con independencia de cual sea el porcentaje elegido en cada caso y al margen de su carácter unilateral o recíproco. Estas razones, junto con la postura del legislador español en la normativa bursátil, que desarrolla la obligación de información y publicidad relativas a dichas participaciones, justifican la elección del término "participación significativa". Pero debe precisarse, que es una expresión equívoca, pues ha sido elegida igualmente por el legislador español en el Capítulo V de la Ley del Mercado de Valores, relativo a las "Ofertas Públicas de adquisición y venta de valores" (Art. 60, desarrollado por el Real Decreto 1.197/1991, de 26 de agosto). Aunque nos encontramos con disposiciones coincidentes en su finalidad última de "transparencia del Mercado", mediante instrumentos de

publicidad sobre participaciones susceptibles de llevar a una situación de control en el seno de las sociedades anónimas cotizadas, el alcance legal del término difiere en los dos grupos de disposiciones, no sólo en el porcentaje mínimo elegido, sino también en los criterios para su determinación. Asimismo, las dos disciplinas juegan en un momento diferente; mientras que el RD 1.197/1991 se refiere a las "propuestas de adquisición" (Art.1), el RD 377/1991 se ocupa de las "participaciones ya adquiridas" (Art. 1). Ello explica el carácter autónomo de las dos normativas y, consiguientemente, la posible aplicación sucesiva de las mismas, siempre que concurran los presupuestos previstos en una y otra.

2. Aspectos relacionados con su alcance

2.1. Ambito subjetivo

A) Sujetos partícipe y participado

El legislador español se refiere al sujeto partícipe con la expresión genérica "*Quien*" (Art. 53 de la LMV), que debe entenderse referida a la "*persona física y jurídica*" (Art. 4 del RD 377/1991, relativo a los "supuestos de comunicación y sujetos obligados", letras a y d), tal y como lo exige el Art. 4 de la Directiva 88/627/CEE. La elección es también acertada bajo la perspectiva de los intereses de política-jurídica en juego, de lograr una transparencia de la distribución del poder en las sociedades anónimas cotizadas y del Mercado, según se reitera en la Exposición de Motivos de la propia LMV española. A excepción de la mención expresa a los "administradores y miembros de Consejos de Administración de sociedades" (en los Arts. 5 y 6 del RD 377/1991), reproducida en el modelo de las comunicaciones, aprobado por la Circular 2/1991, de 24 de abril, de la CNMV) no hay ninguna otra referencia a "persona física o jurídica" concreta. Por ello su aplicación general a todas las personas físicas es incuestionable, así como de todas las personas jurídicas, al margen de la forma elegida para su organización y del carácter empresarial o no del sujeto partícipe (sociedades mercantiles o civiles, entre otras). Por lo demás y a la vista de las estadísticas publicadas en los Informes de la CNMV, la mayoría de las comunicaciones recibidas corresponden a personas físicas (personas físicas y consejeros de sociedades cotizadas), mientras que la titularidad de una participación significativa en personas jurídicas oscila entre el 10 y el 15% de las comunicaciones recibidas. La indiferencia de la nacionalidad española o extranjera del sujeto partícipe se proclama en el Art. 4 del RD 377/1991, relativo a los sujetos obligados, cuando dice: "*En todo caso, por el adquirente o transmitente directo de las acciones..., ya se trate de una persona... nacional o extranjera...*".

La necesidad de que la sociedad participada pertenezca al tipo anónima cotizada es incuestionable y resulta del propio tenor del Art. 53 de la LMV, al declarar: "*...acciones de una sociedad admitidas a negociación en alguna Bolsa de Valores...*", siendo indiferente que lo sean "*...todas o parte de sus acciones*" (art. 1.3 del RD377/1991. Esta postura es consecuente con la solución generalizada en el contexto comparado y exigido en la Directiva 88/627/CEE, en el Art. 1.1. La solución también es la más coherente con las exigencias manifestadas en la práctica. En este sentido, la experiencia empresarial de las últimas décadas manifiesta, que el peligro de "control oculto" de la sociedad se acentúa sensiblemente en las grandes sociedades anónimas y sus grupos, correspondientes al modelo de "Gran sociedad bursátil". Y ello porque en este modelo concurren los rasgos de tipología legal (libre transmisibilidad de las acciones, inexistencia de responsabilidad de los socios por las deudas sociales, organicismo de terceros), con un especie de "enfrentamiento de intereses" en la composición accionarial. De un lado y

siguiendo la opinión consolidada en la actualidad, los socios "pasivos" o meramente "inversores" -titulares de una participación pequeña, dispersa geográficamente, desatendidos de la marcha de la sociedad pero interesados en la rentabilidad de su capital, a través de la elevación del valor de sus acciones-. De otro, los socios "activos" -titulares igualmente de una proporción pequeña en el capital, pero que debido normalmente a su carácter institucional o posición en el seno del órgano administrativo pueden captar un elevado número de votos y mediante su ejercicio lograr la mayoría de las Juntas Generales- En la situación descrita, estos socios minoritarios en el capital social podrían escapar relativamente al control de los demás accionistas, invirtiéndose la estructura de poder del modelo legal de anónimas basado en la supremacía de la Junta General respecto del órgano administrativo. Y de este modo, los accionistas minoritarios (respecto de la propiedad de la empresa) pero mayoritarios (en relación al poder) podrían incurrir en un ejercicio abusivo de su derecho de gestión, con las consabidas derivaciones de la primacía de su propio interés individual en detrimento del interés general de socios, terceros y de la propia sociedad. Ciertamente, que esta problemática excede de las "participaciones significativas", pues se extiende a la pluralidad de figuras que autorizan el ejercicio de un número de derechos de votos suficientes para imponerse en las decisiones de la Junta General; pluralidad y heterogeneidad de fórmulas que dan lugar a un entramado de poderes y contrapoderes (de índole legal y contractual), excesivamente casuístico en la práctica empresarial, pero que recíprocamente se limitan y neutralizan, alterando sensiblemente el equilibrio de poderes presente e implícito en el modelo legal de las sociedades anónimas. En fin, nos encontramos delante de uno de los problemas que hoy tiene pendiente el Derecho de sociedades anónimas y cuya solución requiere una intervención legislativa de mayor envergadura, no sólo en el Derecho de sociedades, sino también en el de la Competencia. Con las limitaciones señaladas, es evidente que el control societario se facilita con las participaciones significativas en el capital de una sociedad y por ello, la plena justificación del sistema legal de información y publicidad de las participaciones significativas, como fórmula que permita conocer los siguientes extremos: la identidad de las personas que controlan o están en condiciones de controlar la sociedad y sus Grupos; la evolución y tiempo de duración de la indicada posición, así como las particularidades concurrentes en la misma (por ejemplo, si se trata de un poder conectado a la titularidad plena y/o limitada de las acciones; deriva de una participación unilateral, recíproca o simplemente es consecuencia de una situación permanente de legitimación para el ejercicio de los derechos de votos). Esta información es esencial para todos los interesados en la sociedad, porque podrán reaccionar ante la situación, antes de que sea demasiado tarde. Así, los accionistas podrán evaluar los riesgos de su inversión, pudiendo marcharse de la sociedad o permanecer en ella, pero procurando agruparse con otros accionistas para frenar o impedir la consolidación del grupo de poder en cuestión o la formación de una agrupación de empresa. Los acreedores podrán conocer con mayor precisión el alcance de las garantías de sus créditos y, en consonancia con ello, no contraer más obligaciones con la sociedad en cuestión (o sociedades) o pedir garantías que aseguren el cobro de sus créditos pendientes. Finalmente, la información relativa a la distribución del poder existente en el seno de una sociedad mejorará su imagen en el mercado nacional e internacional (o perjudicará), suponiéndole un medio de captación de fondos por parte de posibles inversores españoles y extranjeros (en caso contrario, desinversión o desincentivación).

Y es en el marco de ideas descrito, en el que debiera tener toda su virtualidad el régimen de información y publicidad previsto en el Art. 53 de la LMV. Cuestión distinta es si se ha hecho bien, pues con algo de acierto se ha entendido, que la doble previsión establecida (en el Art. 86 de la LSA y 53 de la LMV) supondrá igualmente una duplicidad de obligaciones similares para

un mismo supuesto. Sin duda será así cuando coincidan los presupuestos legales en los distintos textos (por ejemplo, que una sociedad sea el titular de un número de acciones, cuyo valor nominal represente el 10% de su capital), pero no en otros (por ejemplo, en cuanto a los supuestos de comunicación, por alcanzar el porcentaje mínimo del 5%). Obviamente, el mayor número de intereses en juego en el ámbito bursátil explicarían sobradamente el mayor rigor de las normas dirigidas a las sociedades que actúen en él y, entonces, podría justificarse la duplicidad de regímenes legislativos (por ejemplo, la reducción del porcentaje de participación exigido para las sociedades cotizadas o el mayor rigor en caso de incumplimiento). Sin embargo, es imprescindible que los diversos regímenes estén suficientemente coordinados y, por supuesto, que sus soluciones respondan adecuadamente a las exigencias reclamadas por las sociedades anónimas. Pero desgraciadamente, las opciones legislativas no están coordinadas ni siempre responden adecuadamente a las exigencias reclamadas por la realidad. A título meramente enunciativo debe reiterarse, que el legislador general de anónimas y el especial del mercado de valores no se han planteado la elaboración cohesionada internamente y coordinada formalmente del régimen sobre información y publicidad de las participaciones significativas en las sociedades anónimas. Prueba de ello son las duplicidades (como las mencionadas); la existencia de lagunas derivadas de una interpretación literal de los distintos supuestos notificables (como es el caso del silencio en materia de participaciones vinculadas exclusivamente a la disponibilidad de los derechos de voto), diversidades, matices y contradicciones injustificadas técnicamente entre un régimen general y un régimen especial, así como innecesarias desde el punto de vista de la finalidad informativa "que es esencial y común" al cuadro normativo sobre información y publicidad de las participaciones significativas impuesta en los Art. 86 de la ley de anónimas y 53 de la LMV, de lograr una transparencia sobre las relaciones de poder existente en el seno de las sociedades anónimas, al margen de su conexión formal a participaciones unilaterales o recíprocas.

En el ámbito normativo se integran todas las sociedades anónimas españolas (por tener su centro de dirección administrativa o de explotación principal en el territorio español o por trasladarse a este último su sede social, según resulta de los arts. 5 y 6 de la LSA). La norma afectará igualmente a todas las sociedades extranjeras que tuvieran admitidas a negociación en una Bolsa de Valores española todas o parte de sus acciones (Art. 1.3 del RD 377/1991), con exclusión de la "*...adquisición o cesión de participaciones significativas en Sociedades sujetas a la legislación de un Estado miembro de la Comunidad Económica Europea distinto de España cuyas acciones estén admitidas a negociación en una Bolsa de Valores española, y en otra u otras, dentro de la Comunidad*". (art. 11 del RD377/1991.).

B) Participaciones directas

Son "Participaciones directas" si la operación de adquisición (o transmisión) se ha concluido por el propio interesado en la titularidad de las acciones o en los derechos de votos correspondientes a ellas. Así se reconoce en todos los ordenamientos nacionales, en el Art. 1 de la Directiva 88/627/CEE y se desprende de la expresión española "*por sí...*" (Art. 53 de la Ley del Mercado de Valores).

C) Participaciones indirectas. Sus modalidades

La participación será "indirecta", si la operación se ha concluido por otra persona distinta del interesado en ella, pero que se encuentra vinculado con él por alguna de las relaciones

contempladas en la normativa. A estos efectos, el legislador español distingue entre las operaciones realizadas por *"persona interpuesta"*, *"sociedades dominadas"* y *"cónyuges"* (Art. 53.1 de la LMV, desarrollado por los Arts. 3, 7 y 15 del RD 377/1991). Con los dos primeros, se reciben los supuestos del modelo alemán de las "participaciones indirectas" y generalizados en el contexto comparado y comunitario: el de sociedades controladas y el de representación indirecta. El último es de influencia anglosajona. Por lo demás, la delimitación señalada parece corresponderse con las Instrucciones impresas en el Modelo de "Detalle de participaciones indirectas", aprobado para la realización de la "comunicación de participaciones significativas", por la Circular 2/1991, de 24 de abril, de la CNMV. En ella se establecen dos apartados: uno, para los supuestos de "sociedades controladas"; otro para "otras participaciones indirectas", a cuyos efectos se hace una referencia a las "personas interpuestas". En todo caso, la comprensión de dichas figuras requiere, no sólo la consulta de la normativa de desarrollo de la LMV (principalmente el RD 377/1991), sino adentrarse a los conceptos contenidos en el TRLSA (como sucede con los casos de Sociedad Dominante y sociedad dominada) o a los más generales del Derecho Civil.

a) Sociedad dominada del partícipe legal significativo

Bajo la expresión indistinta, "dominada" o "controlada", el legislador extiende el ámbito normativo de la información a las operaciones realizadas por sociedades "controladas" por el interesado en la participación significativa, considerando a este último titular de la participación significativa. En dicho término se comprenden, tanto los supuestos de dominio vinculados a la situación de Grupo, como los producidos al margen del mismo. Así resulta del tenor del Art. 15 del RD 377/1991, que dice: *"conceptos de Sociedad dominante y dominada.- Tendrán la consideración de Sociedad dominante y dominada, respectivamente, la que ejerza control o dominio sobre otra y la que esté sujeta a dicho control o dominio de acuerdo con lo previsto en el art. 4º de la Ley del Mercado de Valores o en el artículo 42.1 del Código de Comercio"*. El concepto de Grupo, contenido en el Art. 4 de la LMV (al que se remite del Art. 53) se integra *por las "entidades que constituyan una unidad de decisión, porque alguna de ellas ostente o pueda ostentar, directa o indirectamente, el control de las demás, o porque dicho control corresponda a una o varias personas físicas que actúen sistemáticamente en concierto"*. La cláusula anterior se completa con una serie de presunciones respecto de la *unidad de decisión "alguno de los supuestos contemplados en el número 1 del artículo 42 del Código de Comercio (posesión de la mayoría de los derechos de voto; facultad de nombrar o de destituir a la mayoría de los miembros del órgano de administración; disposición de la mayoría de derechos de voto, en virtud de acuerdos con otros socios, bien porque exclusivamente con sus votos haya nombrado a la mayoría de los miembros del órgano de administración), o cuando al menos la mitad más uno de los consejeros de la dominada sean Consejeros o altos directivos de la dominante o de otra dominada por esta"*. En principio y bajo la pretensión informativa de la disciplina que nos ocupa, la conexión del control a la disposición de la mayoría de los derechos de voto (Art. 41.1.a del C.com. y 4 a de la Ley del Mercado de Valores) es acertada porque al sustantivar los mismos, se obvian las dificultades que podría suscitar la prueba de los supuestos de control derivados de la mera atribución del ejercicio del derecho de voto, sin corresponderse con una participación mayoritaria en el capital social (como acontece con los supuestos de separación entre la titularidad de la acción y el derecho de voto). Por idéntica razón finalista puede entenderse acertado el segundo supuesto determinante del control, por la conexión entre la disposición de cualquier número de votos, no sólo con la posibilidad de nombrar o destituir a la mayoría de los miembros del órgano administrativo, sino también a sus altos directivos -Director general o

Gerente-, como personas encargadas directamente de la ejecución de las actividad gestora y representativa encomendada a los titulares del órgano administrativo y designadas al amparo del Art. 141.2, in fin del TRLSA (contemplado en el Art.1.d del C.com. y 4 b de la Ley del Mercado de Valores).

La mayor amplitud de la relación de dominio al margen del Grupo (ausente del requisito de la decisión económica uniformada) y que aparece mencionada en el art. 15.1 del RD 377/1991 debe buscarse en el art. 87 de la LSA, expresamente elaborado para las operaciones de adquisición de participaciones en sociedades anónimas (Art. 87 de la LSA -incorporada por la Disposición adicional segunda de la LSRL, de 1995-), con tal extensión que comprendería, no sólo los tradicionales casos de control societario interno (los derivados de una participación en el capital o de la identidad sustancial de los miembros de su órgano administrativo), sino también los de control externo, conectados a relaciones contractuales (fundamentalmente negocios sobre política comercial, concurrencial y financiera), pero decisivas para incidir en la gestión de una determinada sociedad o varias de ellas. A estos efectos es indiferente que se trate de supuestos de control de derecho o de hecho (conforme al art. 87.1), su forma de realización (control directo e indirecto, según se expresa en el 87.2, segundo párrafo, primera frase) o el modo de su ejercicio (control individual o conjunto, según que la titularidad recaiga en exclusiva en la sociedad dominante o sea compartida con cualquier otra persona, en virtud de un "concierto" (87.2, segundo párrafo, final). El desarrollo y fundamentación de esta concepción puede verse en mi trabajo relativo a "*Participaciones recíprocas entre sociedades de capital*".

b) Persona interpuesta

El término "*persona interpuesta*", contemplado en el art. 3.1 del RD 377/1991 se construye técnicamente con una significación propia (número 1), seguida de una presunción de dicha condición (número 2). Se entiende como tal "*aquellas que, en nombre propio adquieran, transmitan o posean los valores por cuenta del obligado a comunicar*", esto es, los supuestos de representación indirecta en los que la operación de participación significativa (total o parcialmente) se ha realizado por cuenta de la persona (o personas, en caso de que varias personas concurren en la posición de titular legal) interesada en las acciones objeto de la participación (Art. 3º del RD 377/1991, en relación con el 53 de la Ley del Mercado de Valores). Nuevamente, nos encontramos ante una solución acorde con las exigencias comunitarias (según se establece en el Art. 7, segundo párrafo de la Directiva 88/627/CEE). También es conforme con la finalidad informativa de la obligación de comunicar las participaciones significativas, al permitir que el importe de las acciones objeto de la participación se considere como propio del representado, sin necesidad de concluir un nuevo acto de ratificación, tal y como se exigiría por la aplicación subsidiaria de la teoría civil de la representación indirecta. Y, por último, el término "persona interpuesta" coincide con el acogido en el Art. 88 del TRLSA en materia de participaciones propias y recíprocas, aun cuando su contenido es más amplio a los efectos de la normativa bursátil.

Normalmente, los supuestos de representación directa no plantean los inconvenientes de la indirecta, pues se trata de casos en que el tercero actúa en nombre y por cuenta de interesado (o interesados) en la participación significativa, por lo que las consecuencias jurídicas de la operación concluida por el representante se producen inmediatamente y de forma automática en la persona del representado, sin necesidad de realizar un acto nuevo, de acuerdo con la teoría civil sobre representación directa. Por consiguiente, el importe de las acciones afectadas por la operación deberá imputarse al representado. (Así, por ejemplo, si "A" suscribe acciones de la

Sociedad "X", en nombre y por cuenta de "B", por un importe superior al diez por ciento de la cifra de capital de la sociedad "X", "B" será quien deberá informar a la sociedad y no "A"). De esta manera quedarían excluidos automáticamente del concepto de participaciones indirectas, las concluidas por los "operadores bursátiles" en el marco de su actividad profesional, sin necesidad de que exista una norma expresa al respecto (tal y como existe en la C.A. británica de 1989, sección 209); expresión que ha de entenderse referida, no sólo a las "empresas de servicios de inversión" -sociedades y agencia de valores; sociedades gestoras de valores-, esto es, las que tienen por actividad principal la prestación de servicios de inversión a terceros, "con carácter profesional" (Art. 64, en relación con el 62 de la Ley 37/1998, de 16 de noviembre, de reforma de la Ley 24/1988, del Mercado de Valores), sino también aquellas entidades autorizadas para realizar dichas actividades (como es el caso de las entidades de crédito) o las que pudiera autorizar el Gobierno, conforme a los requisitos que se establezcan reglamentariamente (art. 65, números 1 y 2 de la Ley 37/1998).

A los efectos indicados, es indiferente la modalidad de representación ante la que nos encontremos ("voluntaria" y "legal"). No obstante, la integración de la teoría civil sobre la representación directa al tema que nos ocupa debe hacerse con cuidado, porque de lo contrario podría suponer una vía para eludir la aplicación de la obligación de informar las participaciones significativa, con el consiguiente atentado a la finalidad perseguida con ella, de conocer la distribución accionarial y de poder existente en el seno de una sociedad (o Grupo). De aquí el acierto del legislador bursátil en las previsiones realizadas para la "representación legal" del padre (o la madre), respecto del hijo menor. En concreto, el Art. 7 del RD 377/1991, dice: "*Extensión del objeto de las comunicaciones.- 1. Las personas físicas obligadas a comunicar incluirán en su comunicación las adquisiciones, transmisiones o participaciones de los hijos que tengan bajo su patria potestad... 3. Lo previsto en los números anteriores se entiende sin perjuicio de la obligación ...de los hijos citados, en su caso, a través de sus representantes legales, de comunicar sus propias....4. Igualmente, se considerarán como propias, para determinar si se controlan o no Sociedades que sean titulares de acciones ... las acciones de las mismas de las que sean titulares los hijos que tengan bajo su patria potestad el obligado....*". Con la solución propuesta se solucio que supera la contradicción entre la aplicación de la teoría civil de la representación directa y los propósitos perseguidos en materia de información sobre participaciones significativas. En efecto, la inexistencia de una solución expresa, plantearía el problema siguiente. Consideremos un padre "A" y hijo menor "B", sometido a la patria potestad de su padre. "A" suscribe para sí acciones de la sociedad anónima, cotizada en Bolsa "X", por un importe igual al 4% de la cifra de capital social de esta última. Esta operación no estaría sujeta al deber de información por el Art. 53 de la Ley del Mercado de Valores, que exige un mínimo del 5 por ciento (ni tampoco por el 86 del TR de anónimas, porque las personas físicas están excluidas de su ámbito). Pasado un tiempo (o inmediatamente) el padre adquiere, a nombre de su hijo "B", acciones de la misma Sociedad, por un importe, del 4%. Esta operación quedaría excluida igualmente de la obligación de informar si aplicamos la teoría civil de la representación, puesto que el titular de las acciones sería el hijo y no el padre. Sin embargo, el padre ejercerá los derechos de votos correspondientes a todas las acciones (tanto de las suyas como las de su hijo -por ser el administrador de las mismas, según el 164 y ss. del CC-). De este modo, cuenta con un porcentaje total de un 8% (el 4%, como titular de los derechos de voto y el otro 4% como legitimado para su ejercicio, por aplicación de las normas civiles sobre administración de los bienes y derechos correspondientes a los menores) y no del 4% a que nos llevaría la aplicación automática de las normas sobre representación directa. Por consiguiente, a falta de una norma expresa, la posible contradicción entre la disciplina civil sobre representación

y la normativa sobre información de las participaciones significativas tendría que ser resuelta en favor de la finalidad perseguida por esta última, entre otras razones: por el carácter específico y posterior de la Ley del Mercado de Valores frente al C.C.; porque su aplicación no atentaría a los intereses del menor tutelado por la normativa civil sobre representación y porque en caso contrario, la realización de estas operaciones sería una vía para eludir el cumplimiento de la obligación de informar impuesto en la legislación de anónimas y, consiguientemente, la frustración en el logro de las pretensiones informativas perseguidas con ella. Por idéntica razón finaliza, así como por la generalidad de la expresión "hijos que tengan bajo su patria potestad" es indiferente la clase ante la que nos encontremos, incluyéndose igualmente los adoptivos. Pese a los aciertos señalados, el precepto es criticable desde el punto de vista técnico, puesto que la cuestión es tratada al referirse al objeto de la comunicación y no antes, a la hora de establecer los criterios para la determinación del porcentaje. Es en este último lugar donde debería haberse tratado, puesto que nos encontramos ante un supuesto de participación indirecta y, por consiguiente, la cuestión ha de ser resuelta a la hora de determinar si existe o no obligación de informar. En este sentido ha sido más correcta la postura adoptada por la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 23 de abril de 1991, que desarrolla el citado RD 377/1991. En su número Tercero dice: "*Las adquisiciones, transmisiones o participaciones de los cónyuges e hijos a que se refiere el artº 7º del Real Decreto 377/1991, se computarán, en todo caso, para determinar cuando existe obligación de comunicar con arreglo a sus artículos 1.1. y 5º*".

Finalmente, la condición de persona interpuesta se presume, si el sujeto a quien se le imputa legalmente la participación significativa ha soportado el coste de la operación, según se desprende del número 2, del Art. 3 del RD 377/1991, cuando se refiere a "quienes el obligado a comunicar deje total o parcialmente a cubierto de los riesgos inherentes a las adquisiciones o transmisiones o a la posesión de valores". Presunción, que permitirá comprender todos los negocios de adquisición de acciones realizados por terceros, con cargo al patrimonio de la persona interesada en la operación. en todo caso, la presunción del Art. 3 debe entenderse, salvo prueba en contrario, por lo que podrá destruirse por cualquier medio de prueba en contrario en el correspondiente procedimiento administrativo (según lo autoriza una solución conforme con la libertad de los medios de pruebas dispuesta en el Art. 80 de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen Jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común).

c) Cónyuge del interesado en la participación significativa

La inclusión de las personas físicas en el ámbito de la normativa bursátil justifica igualmente la referencia al "*cónyuge*" (Art. 7º.1 del RD 377/1991, de origen británico y recogido en la C.A. de 1989, sección 203.1) entre los supuestos de participaciones indirectas. Aun cuando esta previsión no venía exigida por el legislador comunitario, su inserción podría justificarse en el deseo del legislador español de "*...aclarar y solucionar algunas de las dudas y cuestiones que se han venido suscitando en la aplicación de las primeras disposiciones dictadas sobre el particular*" (párrafo cuarto del RD 377/1991) y puede entenderse correcta para impedir elusiones normativas. Igualmente debe estimarse acertada la coordinación de la norma con las disposiciones relativas al régimen patrimonial matrimonial, al excluir las "acciones que pertenezcan privativamente o en exclusiva" al cónyuge, "de acuerdo con su régimen económico matrimonial" (Art. 7.1 del RD 377/1991, citado). No obstante, técnicamente hay que señalar las mismas deficiencias del Art. 7 comentadas hace un momento para los hijos.

2.2. Ambito objetivo

Las acciones constituyen el objeto de las participaciones significativas en la generalidad de los ordenamientos, aunque el legislador comunitario autoriza la exclusión de las acciones privadas del derecho de voto (Art. 1 de la Directiva e igualmente en otras legislaciones nacionales (entre ellas, la sección 198.2 de la C.A. de 1989, el Art. 356-1-1 de la legislación francesa y 120 italiano). Las "acciones sin voto" quedan excluidas del ámbito de participación significativa, conforme a lo expresado en el Art.1, número 2 del RD 377/1991, al expresar "*Se entenderá por capital a los efectos del número anterior, el integrado por cualesquiera acciones de la Sociedad, estén o no admitidas a negociación en Bolsa de Valores, con excepción de las acciones sin voto reguladas en los artículos 90 a 92 del Texto refundido de la Ley de Sociedades Anónimas*". La fórmula se reproduce igualmente al dorso del modelo de Comunicación aprobado por la Circular de la CNMV, núm. 2/91, de 24 de abril (Hoja núm. 1, casilla 2, al dorso). En principio, la exclusión de las acciones sin voto del ámbito de las participaciones significativas en sociedades cotizadas podría explicarse en la esencialidad del derecho de voto en la normativa bursátil, pues su ejercicio es el medio con que cuenta el accionista para intervenir e influir en la gestión de los asuntos sociales, al tiempo que la expresión "cualesquiera acciones" (Art 1) permite incluir todas las demás. La referencia expresa a las acciones implica la exclusión de los demás títulos que no integren la posición jurídica de socio. Entre estos, las ventajas de fundadores (Arts. 11 y 25 de la LSA); los derechos de suscripción preferente" (Arts. 158 y ss. LSA). Todos son títulos representativos de "posibles socios potenciales" de la sociedad, ya por la conversión de los títulos señalados en acciones (como sería el caso de las ventajas de fundadores o de las obligaciones convertibles, reguladas en los Arts. 292 y ss. de la LSA), ya por la posibilidad de adquirirlas (como sucede con los derechos de suscripción preferente). Pero su exclusión resulta del tenor de la norma que nos ocupa, que presupone la realización del negocio de adquisición, transmisión; situación inexistente en el caso de los títulos mencionados, pues falta uno de los elementos esenciales para el nacimiento del supuesto de hecho normativo.

Aun cuando tradicionalmente en el ámbito informativo general de las participaciones significativas, algún sector de la doctrina italiana-alemana ha venido excluyendo del cómputo las acciones que tienen en suspenso el ejercicio de sus derecho de voto, ya por una disposición legal (como el el caso de las acciones pendientes de desembolso o aquéllas por las que se ha incumplido el régimen de notificación y de participaciones recíprocas, así como las adquiridas por la propia sociedad o por alguna sociedad dominada por ella), ya de carácter estatutario, esta opinión no debe compartirse, pues en todos los casos de suspensión de los derechos de voto la misma puede desaparecer en cualquier momento.

A) La cuantía de la participación y la distinta significación de los porcentajes legales.

a) Porcentaje mínimo.

Los sistemas legales optan por un porcentaje de participación mínimo para separar la frontera entre las que son o no significativas, aunque no siempre coinciden en su elección definitiva ni en algunas de las motivaciones de la decisión. El legislador español se alinea a la corriente generalizada, con la elección del porcentaje del "5%" (Art. 1 del RD 377/199, en relación con el Art. 53 de la LMV), salvo las adquiridas por los administradores o miembros del Consejo de Administración de las sociedades cotizadas, que acertadamente se considerarán

siempre incluidas en los deberes de comunicación, con independencia del porcentaje alcanzado.

Formalmente, la postura del legislador español es prudente y la cifra elegida es promedio entre las vigentes. En este sentido, el 5% es la proporción elegida por el legislador alemán (Art. 21 de la II Ley de Promoción del Mercado financiero), frente a las inferiores del 2% italiano (Art. 120 de la Ley del Mercado Financiero), del 3% de la C.A. británico y superior del 10% seleccionada por el legislador francés (Art. 356-1.1). Aun cuando el porcentaje del 5% del capital suscrito (Art. 1 del RD 377/1991) se separa del 10% de los derechos de voto exigido por el Art. 4 de la Directiva 88/627/CEE, una interpretación acorde con la pretensión declarada por el legislador español de "incorporar las previsiones comunitarias", así como consecuente con la jurisprudencia sentada por el TJCEE y el Supremo español respecto de la necesidad de interpretar la normativa nacional a la luz del Derecho comunitario permite afirmar, que la solución española es más rigurosa, porque el 5 por 100 supone un alcance normativo superior al impuesto por la Directiva. De igual modo, la alteración en el punto de referencia para establecer el porcentaje debe matizarse. En este plano de ideas, para el cálculo del 5% español se tendrán en cuenta, tanto las participaciones en el capital (como se indica textualmente en la legislación bursátil), como en los derechos de voto correspondientes a las acciones (conforme lo exige el Art. 4 de la Directiva 88/627/CEE). Ello implica que si, por ejemplo, el Sr. X es titular de 40 votos, correspondientes a un determinado número de acciones, que no le pertenecen en propiedad, el valor nominal de dichas acciones será el que se tenga en cuenta para calcular el porcentaje, conforme al criterio establecido por el legislador (o viceversa en caso contrario). De este modo, no se altera el concepto de participación significativa querido por el legislador, ni se contradice su tenor con el mandato comunitario. En todo caso, la remisión del Art. 53 de la LMV al desarrollo reglamentario posterior, para determinar el porcentaje de participación significativa ha sido una postura desafortunada. En este sentido debe compartirse la crítica presentada en su día al Proyecto (Art. 52) por entender, que la elección de un porcentaje era contenido obligado del Proyecto y, consiguientemente, no podía remitirse a un Reglamento, por atentar al principio de legalidad mercantil (Así en la Enmienda, núm. 677, presentada por Coalición Popular). Ciertamente, que la "esencialidad" del porcentaje para la consideración de participación significativa justifica sobradamente su previsión en una norma de rango legal y no reglamentario, tal y como se declaraba en el artículo inicialmente proyectado. A estos efectos es insuficiente la justificación de legislador de "evitar que la congelación de una decisión en la ley pueda obstaculizar algunos de los aspectos del funcionamiento de los mercados " (Exposición de Motivos, núm. 1, párrafo último de la LMV).

Pero la elección del porcentaje no es una cuestión meramente formal, sino que trae su razón de ser en las exigencias reclamadas por los intereses tutelados en la disciplina sobre información y publicidad de las participaciones significativas de dar a conocer a la sociedad participada (a sus miembros del órgano administrativo, sus accionistas y demás interesados en ella: acreedores y público en general) las relaciones de poder existentes en su seno o en el de sus vinculaciones con otras empresas, según lo revelan los antecedentes históricos de la disciplina. Y es en esta perspectiva en la que se explica la diversidad de porcentajes elegidos en las legislaciones nacionales, al margen de las que en su día justificaron igualmente la decisión (entre ellas, de congruencia con el fundamento de la prohibición de las participaciones recíprocas, de conveniencia con el porcentaje elegido para determinar una minoría, etc.). Ahora bien, la conexión del porcentaje español del 5% del capital suscrito (Art. 1 del RD 377/1991, en relación con el 53 de la LMV) con la información de las posiciones susceptibles de control en el seno de las sociedades anónimas cotizadas está más implícita que explícita en las declaraciones

contenidas en el RD 377/1991, a través del llamado "principio de publicidad para las operaciones que lleven a que una persona supere o vea reducida su participación en el capital de una sociedad por encima o por debajo, respectivamente, de los porcentajes que reglamentariamente se determinen" (núm. 7, último párrafo). También es una postura que se desprende de las ideas reflejadas en algunos Informes anuales de la CNMV o manifestadas en el seno de la doctrina que se ha ocupado del tema y en la realidad regulada por la normativa que nos ocupa. En este sentido, es de todos conocidos que desde finales de 1987 y como consecuencia de nuestra definitiva integración al mercado comunitario, el proceso de concentración empresarial en el ámbito bursátil se ha acentuado progresivamente en los sectores más importantes de la actividad económica. En este contexto, el juego de participaciones "unilaterales" y "recíprocas", en sus diversas fórmulas (participaciones de "control", "triangulares", "piramidales", etc.) y modalidades de realización (entre ellas, mediante "testaferros", "sociedades instrumentales", "sociedades de control"...) y en un porcentaje del 5% se ha revelado preocupante desde la óptica del control de las decisiones de la Junta General de las sociedades bursátiles, según se desprende en las escasas investigaciones económicas existentes al respecto.

En todo caso la afirmación según la cual, la participación en una sociedad cotizada en la proporción del 5% puede suponer un control societario debe relativizarse, ya que según nos alejamos del porcentaje de participación mayoritario que, de por sí, asegura la mayoría en el seno de la Junta General de accionistas, el porcentaje de participación va dejando de tener significación por sí mismo y, junto a él, empiezan a aflorar una serie de circunstancias de distinta índole. En este contexto y al lado del porcentaje de participación (que podrá ser mayor o menor en función de las singularidades de cada sociedad, no sólo en relación al número de socios y mayor o menor grado de dispersión de las acciones, sino también del sector de la actividad económica a que se dedique la sociedad) va apareciendo todo un entramado de relaciones que aseguran la mayoría de los votos en la Junta General y permite controlar la sociedad (y, por supuesto, también los Grupos de Sociedades). Es claro que en estos casos, el control de la sociedad o del Grupo, no está sólo y exclusivamente conectado al porcentaje de participación disponible, que puede ser escaso e insignificante (a veces, un 2% o un 3%), sino de los medios y circunstancias que lo elevan y/o lo potencian (entre ellas, distintas técnicas de aprovechamiento del derecho de voto, las operaciones de reciprocidad, de interposición de sociedades, de acuerdos de sindicación de votos, por citar los más frecuentes). Todos estos supuestos podrían ser considerados de "control de minorías", difícilmente reconducibles a las relaciones de dominio legales, fundamentalmente por su casuismo y porque se caracterizan por la concurrencia de un porcentaje pequeño con una serie de circunstancias que, combinadas "hábil" y "estratégicamente" aseguran la mayoría de los derechos de votos y, por esta vía, controlan la sociedad. La existencia de estos supuestos en la realidad española actual es de todos conocida y saltan a los medios de comunicación, con ocasión de temas de "crisis de empresas", "controversias entre miembros del órgano administrativo" y algún que otro "escándalo financiero". Pues bien, desde la óptica de la obligación de información objeto de estas páginas puede afirmarse, que la elección de un porcentaje, ya sea el 3%, el 5% o el 10%, es un criterio de técnica legislativa, de carácter arbitrario. Ello supone la necesidad de advertir, que los porcentajes citados "por sí" sólo cumplen satisfactoriamente una función de "alerta" o "indicativa" de una posible posición de control en el seno de la Junta General de la sociedad anónima. Cual sea este porcentaje dependerá igualmente de la concreta situación de la sociedad y de las circunstancias que concurran en cada caso en particular. De aquí, la posibilidad disminuir los porcentajes legalmente elegidos, tal y como se establece expresamente en el Derecho

británico, se preveía en el Derecho italiano derogado y se defiende en el marco de la doctrina alemana, mediante el establecimiento de una disposición estatutaria al respecto. Ciertamente, que esta posibilidad es defendible igualmente en el Derecho español, en base a la potestad administrativa reconocida al Ministro de Economía y Hacienda en la Disposición derogatoria contenida en el RD 377/1991 o a la autonomía de la voluntad reconocida en el Art. 10 del TRLSA.

b) Otros porcentajes.

Queda claro pues, que una participación debe considerarse significativa a partir de una determinada proporción en el capital de una sociedad anónima (o en los derechos de votos). Y así se desprende de las expresiones comparadas (entre otras, "alcance o supere el "5% de los derechos de voto" -Art. 21.1 alemán-, "más del 10% del capital" - Art. 356-1 francés-) y comunitaria "alcance o rebase... de 10%" (Art. 4 de la Directiva 88/627/CEE). En la misma línea se sitúa la expresión contenida en el Art. 53 de la LMV española "...alcance o exceda los porcentajes...que se establezcan", que debe prevalecer respecto de la expresión "alcance" impresa en el Art. 1.1 del RD 377/1991. Aun cuando la interpretación literal de este último precepto es la defendida por la doctrina que se ha ocupado del tema de tal modo, que sólo existiría obligación de comunicar si el porcentaje de participación en una sociedad anónima es del 10%, del 15%, 20%, 25%, 30%, 35%, 50%, 55%, 60%...", esta postura no puede compartirse. En primer lugar, choca con el tenor del Art. 53 de la LMV, que textualmente se refiere a las participaciones que "alcance o exceda los porcentajes del total de capital suscrito que se establezca" y no sólo a las que "alcance". En segundo lugar, su aplicación supondría un atentado a la finalidad informativa del precepto, al dejar fuera de su ámbito supuestos totalmente idénticos en sus resultados a los regulados por la norma. También contradiría el mandato comunitario, que expresamente exige la comunicación de las participaciones significativas que "alcance o rebase los umbrales de 10%, 20%, 1/3, 50% y 2/3 y no sólo las que "alcance" como textualmente se expresa en el Art. 1 del RD 377/1991, pese a que previamente en esta última norma se ha declarado la intención de incorporar las previsiones normativas comunitarias (segundo párrafo). Y en último lugar, la solución propuesta sería la consecuente con el fundamento de la inclusión del resto de los porcentajes que acompañan al mínimo, de congruencia con la postura adoptada por el legislador comunitario en otras Directivas del Derecho de sociedades. Así, el 20%, en el Art. 17 de la IV (78/660/CEE) sobre cuentas anuales y en el Art. 33.1 de la VII, el 1/2 y 2/3, en los artículos 29.4.5, 30.3, 35, 38 y 40 de la II (77/91/CEE) sobre capital y Art. 7 de la III (78/855/CEE) sobre fusión y Art. 5 sobre escisión; por último, el 50%, se ha elegido por tratarse del porcentaje que representa el control absoluto (según se expresó en la Propuesta de la Directiva relativa a la información y publicidad de la adquisición y cesión de una participación importante en sociedades cotizadas).

B). Negocios y derechos sobre las acciones.

El problema de los negocios y derechos sobre las acciones afectados por la disciplina plantea dos cuestiones que se han ido resolviendo paulatinamente, mediante su extensión progresiva a los distintos actos que suponen la disociación entre la titularidad de la acción y la atribución del derecho de voto. En la actualidad, el tema presenta dos aspectos: de un lado, el de la naturaleza jurídica de los actos comprendidos en el ámbito normativo; de otro, la necesidad o no de concluir la operación de "adquisición" (transmisión o posesión) en cuestión. El primer problema aparece prácticamente resuelto en los distintos ordenamientos, aunque su solución viene condicionada

por el diferente grado de evolución de cada uno de ellos y por la autonomía o no del régimen de información y publicidad de las participaciones significativas respecto de las limitaciones legales y condicionamientos a la adquisición y situación de las participaciones recíprocas. En cuanto al segundo, se apunta hacia un predominio sobre la necesidad de concluir el negocio de adquisición de acciones para que el importe de estas últimas (o de sus derechos de votos, según el criterio de referencia para concretar el porcentaje de participación en cada ordenamiento) sea tenido en cuenta para determinar la existencia de una participación significativa. En este punto, las soluciones adoptadas por el legislador español presentan un cierto retraso respecto de la situación predominante en otros países europeos y exigida por el legislador comunitario. Y ello pese a que estas soluciones encontraron aceptación en la doctrina española, en el marco de la prohibición de la adquisición por la sociedad de sus propias acciones, extendidas igualmente a las "participaciones importantes y recíprocas" en el Anteproyecto de 1979.

a) Supuestos de titularidad plena

La comprensión de las acciones adquiridas en propiedad queda fuera de toda duda en el Derecho Comparado y en este sentido se interpretan en la actualidad las vigentes formulaciones adoptadas al respecto (por ejemplo, las de "poseer" -Art. 356 de la Ley de Sociedades mercantiles francesa-; "intereses en acciones" -sección 209 de la C.A. de 1989-). Una solución similar está implícita en la expresión comunitaria "posee"-Art. 4.1 de la Directiva 88/627/CEE- o en el término español "adquisición" acogido en el Art. 53 de la Ley del Mercado de Valores, conforme a la delimitación dada por las disposiciones de su desarrollo.

Técnicamente, la definición de adquisición se elabora mediante una cláusula general (establecida en el Art. 2.1 del RD377/1991), seguida de algunos supuestos específicos (contemplados igualmente en el precepto citado, así como en los números Segundo, quinto y Sexto de la Orden, de 23 de abril de 1991). En concreto, el Art. 2.1 dice: *"Concepto de adquisición. 1. A los efectos del presente capítulo se considerarán adquisiciones o transmisiones las que tengan lugar tanto por título de compraventa, como las que se produzcan en virtud de cualquier otro título oneroso o lucrativo, con independencia del modo en que se instrumenten"*.

Desde el punto de vista técnico, la fórmula mixta es acertada. De una parte, la referencia a la compraventa permite comprender el ámbito normativo a estos supuestos, sin mayor precisión. De otra, la cláusula general "cualquier otro título..." tiene la ventaja de su flexibilidad y extensión a los existentes en la actualidad y las que pudieran aparecer en la futura realidad económica empresarial, tal y como se ha demostrado en la evolución de la normativa.

Sin embargo, la formulación del Art. 2.1 del RD 377/1991 incurre en algunas imprecisiones, que deben ser aclaradas. La cláusula general resulta incompleta, al no señalar el objeto de las adquisiciones o transmisiones. No obstante, una interpretación integradora con el precepto que le precede y con el 53 de la Ley del Mercado de Valores permite afirmar, que son las "acciones" de la sociedad participada, tal y como hemos visto anteriormente. Por otro lado, la referencia a "cualquier otro 'título' oneroso o lucrativo", es técnicamente incorrecta. Con ello se hace referencia al carácter o no remuneratorio del negocio sobre las acciones afectadas por la norma y no a la "titularidad" plena o limitada, que se adquiere sobre los indicados títulos, tal y como se exige por el Art. 2 de la Directiva 88/627/CEE, cuando dice: *"...se entenderá por adquisición de una participación, no sólo la compra, sino también cualquier otra forma de obtención de una participación, cualquiera que sea su título"*. En este sentido y para evitar confusiones, el legislador español tendría que haber reproducido íntegramente el texto de la Directiva y no parcialmente, tal y como lo ha hecho. De aquí, que sea indiferente, que la titularidad plena de las

acciones derive de un negocio gratuito (entre ellos, donación, distribución gratuita de acciones, sucesión 'mortis causa'). Consiguientemente, la "onerosidad" o "gratuidad" del negocio, no incide a los efectos que nos ocupa. Por idéntica razón y porque así se desprende de la expresión "cualquier título" utilizada en el Art. 2.1 del RD 377/1991 es indiferente la naturaleza del Acto que revista la operación de "adquisición" (o transmisión). En cuanto a los supuestos específicos, la exclusiva referencia a la compra, seguida de "cualquier otro título" (Art. 2.1 del RD 377/1991, citado) manifiesta el carácter meramente ejemplificativo con que aparece la referencia a negocios jurídicos concretos en las disposiciones de desarrollo de la Ley del Mercado de Valores (entre ellas, la "compra" citada; la "herencia", "fusiones", "aportación a la sociedad" (Orden de 23 de abril de 1991, números segundo, quinto, cuarto). A ellos no hay inconveniente en añadir otros negocios, como por ejemplo, algunos de los ya señalados en el contexto comparado, "permuta", "doble"; "distribución gratuita de acciones" y, por supuesto, la "donación", sobre todo teniendo en cuenta la exclusión del ámbito normativo de las OPAS, al igual que todas las demás adquisiciones lucrativas (según el Art. 1 del RD 1.197/1991).

Se cuestiona, si es necesario que se concluya el negocio o basta la existencia de la causa que justifique la posterior conclusión del negocio de adquisición (o transmisión). Al respecto existen varias orientaciones. Un sector de la doctrina alemana y británica ha defendido tradicionalmente una interpretación amplia de los preceptos y acordes con la finalidad informativa perseguida en ellos. De esta manera ha venido extendiéndose el ámbito normativo a los negocios de adquisición de acciones y a los que preceden a su conclusión, entre otros, "contratos de opción", "promesas de compra o de venta" y otros "acuerdos", que tengan por objeto un compromiso de adquirir acciones, en un futuro más o menos inmediato (tal y como se formula en la sección 204 de la C.A. de 1989 y se defiende por la doctrina, aunque una reciente decisión judicial ha sostenido la necesidad de que se concluya la operación de adquisición de acciones (caso "R.U. Ricardo PLC"). Frente a ella, en el seno de la doctrina alemana que comenta el régimen general se va imponiendo la opinión partidaria de la conclusión del negocio como presupuesto necesario para su inclusión en el ámbito normativo, no sólo porque la solución contraria iría más allá de los llamados "ofrecimientos irrevocables" para adquirir acciones, comprendiendo igualmente los casos de mera existencia de una causa, sin necesidad de concluir ningún negocio, sino también porque la aplicación de la idea anterior supondría una descoordinación entre el nacimiento de la obligación y los presupuestos exigidos para ellos, al exigirse el cumplimiento de la obligación, sin tener realmente una participación significativa. En este último sentido resuelve la cuestión la Directiva 88/627/CEE en el Art. 7, párrafo noveno, referente a los derechos de votos que han de tenerse en cuenta para la determinación del porcentaje. En él se indica que *"Los derechos de voto que dicha persona o entidad o una de las demás personas o entidades mencionadas en los guiones precedentes pueda adquirir, por su propia iniciativa, en virtud de un acuerdo formal; en este caso, las informaciones previstas en el apartado 1 del artículo 4 se harán en la fecha del acuerdo"*. De este modo, se adopta una postura más prudente que la del legislador británico al exigir la realización del "acuerdo". Igualmente, la fórmula establecida para la realización de la comunicación obvia el problema apuntado por la doctrina alemana, de "descoordinación entre el nacimiento de la obligación de informar y la existencia de una participación significativa".

En principio, la comprensión de los "acuerdos" de futura adquisición de acciones (con independencia de la modalidad concreta que adopten en la práctica -como por ejemplo, en el contenido integrante de un Acuerdo de política empresarial o concurrencial-) no es defendible en el Derecho español. En primer lugar, no es acorde ni con los términos "posesión" y "adquisición", acogidos en el Art. 53 de la Ley del Mercado de Valores, ni con los propósitos

perseguidos con la obligación de comunicación ni, consiguientemente, con la postura que hemos defendido al referirnos a los títulos incluidos en el ámbito normativo. En efecto, el contexto normativo en que se inserta el concepto de "adquisición", formulado en el Art. 2 del RD 377/1991 (y en la Orden de 23 de abril que lo desarrolla), se conecta directamente con negocios de adquisición de acciones ya concluidos, por lo que en nuestra legislación no se plantea el problema con el que se encuentra la doctrina alemana para sostener su inclusión al respecto. Valgan a título de ejemplo las referencias a la "compraventa", "usufructo" y "prenda" (en el Art. 2 del RD citado); a las "operaciones realizadas en un mismo día", a los "Fallecimientos y liquidación de Sociedades", a los "préstamos de valores" (en la Orden de 23 de abril, números primero, segundo y sexto). En segundo lugar, una interpretación finalista de los indicados preceptos nos lleva a una solución similar. En este sentido debe recordarse, que nos encontramos ante una norma encaminada a conocer las "posiciones susceptibles de control" en el seno de la Junta General de accionistas y, desde esta perspectiva, el "ejercicio de los derechos de voto" correspondiente a unas determinadas acciones es imprescindible, por ser esta la vía por la que se interviene en la marcha de la sociedad y se participa en la formación de la voluntad social. De aquí, el acierto del legislador español, de no acoger la previsión de la Directiva 88/627/CEE, relativa a los acuerdos sobre futura adquisición de acciones (establecida en el Art. 7, párrafo noveno de la Directiva 88/627/CEE, reproducido anteriormente). En todo caso, el conocimiento de estos supuestos se asegurarían con la normativa de OPA, como disciplina de información y control "previo" a la adquisición de una participación significativa (Art.1 del RD 1.197/1991, en relación con el 60 de la LMV).

b) Supuestos de disociación entre la titularidad de la acción y el derecho de voto.

Durante los primeros años de vigencia del régimen sobre información y publicidad de las participaciones significativas en sociedades anónimas, su alcance restringido a los negocios de adquisición de titularidad plena de las acciones fue suficiente para conocer las posibles posiciones de dominio existentes en el seno de las sociedades anónimas, pues el poder económico de la empresa residía generalmente en las personas que asumían el riesgo empresarial mediante la titularidad plena de las acciones. Sin embargo, las transformaciones sentidas en el marco socioeconómico desde el segundo tercio del siglo XX y reflejadas en el contexto empresarial con la aparición de las grandes sociedades anónimas y sus vinculaciones cambian el panorama descrito. Era evidente, que la restricción de la obligación de comunicar las participaciones adquiridas en propiedad era insuficiente para aprehender estos supuestos de desconexión entre la titularidad de las acciones y el ejercicio del derecho de voto, pero se intentó por los sectores más avanzados de la doctrina europea, de los años sesenta. En este sentido, la doctrina británica y germánica propugnarán la disposición del derecho de voto como criterio para decidir el porcentaje legal, por exigirlo así la necesidad de conocer las personas que pueden controlar la sociedad, tal y como se pretendía por la obligación de informar sobre las participaciones significativas. En todo caso, el Derecho británico irá mucho más lejos que el alemán. En este sentido, la C.A. de 1967 resolvía la cuestión, mediante la conexión del porcentaje elegido respecto de los "derechos de votos" (en la sección 33.4) y para su determinación se opta por una cláusula general, referida a los "derechos de votos", seguida de una serie de supuestos específicos de atribución del derecho de voto, como el "depósito", el "préstamo" (sección 33.4, en relación con el 28). En una dirección similar avanza la doctrina alemana mediante la interpretación de la AktG de 1965. Esta última se ocupa del tema, al definir las empresas controladas sobre la base de la mera "disposición de los derechos de voto" (Art. 16.1) y que la doctrina aplica igualmente a la hora de determinar el porcentaje exigido para

considerar a una participación de significativa (establecido en el 16.2 y 4). El apoyo de esta interpretación está en el entendimiento, que el 16.2 y 4 están a modo de concreción de los supuestos contemplados en el 16.1 o, lo que es igual, el 16.1 parte de la existencia de una situación clara de influencia dominante, mientras que el 16.2 y 4 son supuestos en potencia del 16.1.

El tiempo se encargaría de confirmar estas ideas, aunque la normativa evolucionará más rápidamente en el contexto de las sociedades cotizadas, con la recepción del sistema británico en la Directiva 88/627/CEE y a través de la sustantivación de los derechos de voto como criterio para determinar la existencia de una participación significativa en una sociedad cotizada. En este sentido, el Art 4 del texto comunitario señala que: *"Cuando una persona física o una entidad jurídica... adquiera o ceda una participación en una sociedad... y como consecuencia de dicha adquisición o cesión, "el porcentaje de los derechos de votos"...."*. En consonancia con ella, se define la adquisición por una fórmula mixta, de cláusula general (establecida en el Art. 2), seguida de una serie de supuestos específicos, entre los que se señala el "usufructo" y la "prenda" de acciones; el "depósito" de acciones, siempre que el depositario declare su intención de ejercer los derechos de voto y, en general, los acuerdos sobre transferencia provisional y remunerada de los derechos de votos (Art.7). Con distintas formulaciones, la decisión comunitaria se ha recibido en sucesivas reformas nacionales de los Mercados de Valores.

La extensión de la normativa española a los supuestos de separación entre el titular de la acción y el derecho de voto es posible, aunque se advierte una especie de contradicción entre el concepto de adquisición establecido en el Art. 2.1 del RD 377/1991 y su pretensión declarada de incorporar la Directiva comunitaria. En efecto, el Art. 2.1 del RD 377//1991, de 15 de marzo dice que *"A los efectos del presente capítulo se considerarán adquisiciones o transmisiones las que tengan lugar tanto por título de compraventa, como las que se produzcan en virtud de cualquier otro título oneroso o lucrativo, con independencia del modo en que se instrumenten"*.

Una interpretación literal y aislada del Art. 2 nos podría llevar a pensar que la expresión "cualquier otro título" ha de conectarse exclusivamente con la referencia a la "compraventa", que le antecede, así como con el "usufructo", "prenda" y "copropiedad" (mencionados en los números 2 y 3 del indicado precepto). De este modo la norma quedaría restringida a los negocios de adquisición plena de las acciones y a la constitución de derechos reales sobre las mismas, quedando fuera otros supuestos (como por ejemplo, el depósito administrado de títulos). En cambio, si se interpreta el Art. 2.1 con el 2 de la Directiva 88/627/CEE (conforme a la ya reiterada pretensión declarada en el propio RD 377/1991 y a la necesidad de interpretar la normativa española a la luz de la Directiva) se aprecia, que el precepto español no ha recibido la última frase, que sigue a "cualquier otro título" del artículo 2 de la Directiva y que dice: *"...incluida la obtención de una participación en virtud de uno de los casos comprendidos en el artículo 7"*. Curiosamente esta última disposición se refiere al "depósito" de acciones y a los "acuerdos sobre transferencia provisional y remunerada de los derechos de votos", que como veremos seguidamente, cabrían en la legislación española por la vía de los negocios indirectos. Pero es que, además, la omisión del legislador español incide en los propósitos informativos del precepto sobre las posiciones de poder en el seno de la Junta General de accionistas. Ello obliga a proceder a una interpretación rectificadora del Art. 2., de carácter finalista y acorde con el mandato comunitario, tal y como pretende el propio legislador (conforme se declara en el RD377/1991) y se encuentra consolidado en la jurisprudencia del TJCEE y Tribunal Supremo español. De acuerdo con ella se incluirían todos los actos y negocios jurídicos que justifiquen la

separación entre el titular de la acción y el que tiene reconocido el derecho de voto. A la misma solución nos lleva la interpretación conjunta e integradora del Art. 2.1 del RD, con otros de los preceptos de la citada disposición y con los contenidos en la Orden de 23 de abril, encargada de determinar el sujeto que debe cumplir con la obligación de comunicación. En concreto, la referencia expresa a la persona que ejerce el derecho de voto (Art. 2.2 del citado RD, en relación al "copropietario", "usufructuario" y "acreedor pignoraticio"; número Sexto de la Orden, de 23 de abril, en relación al "prestamista" y "prestatario"). C

on todo debe advertirse, que la solución anterior no parece la puesta en práctica tras la Circular de la CNMV, de 24 de abril, relativa a los modelos de las comunicaciones de participaciones significativas. En las instrucciones para su formalización se restringe el alcance normativo a los supuestos de titularidad plena de las acciones. El tema no plantea problemas en aquellas sociedades en las que el control de las decisiones de la Junta General de accionistas reside en los propietarios mayoritarios, al mantenerse la relación entre riesgo-poder. Por el contrario, en las sociedades que exista un desequilibrio en las relaciones "riesgo-poder", la sola comunicación de los supuestos de titularidad plena podría suponer el "control oculto" de la sociedad por quienes ejercen los derechos de voto, con el consiguiente riesgo de ejercicio abusivo del poder y consiguiente perjuicio a los intereses de los socios, acreedores y público en general. Creo que una interpretación de la obligación de informar las participaciones significativas, restringida a los supuestos de titularidad plena de las acciones no es defendible, incluso si se hace con fundamento en la Circular de la CNMV, 2/1991, de 24 de abril. Esta última disposición presenta claras contradicciones: con el RD 377/1991, de 15 de marzo, al impedir la realización de la intención de nuestro legislador de adaptar nuestra normativa bursátil a la Directiva 88/627/CEE (tal y como se expresa en el RD señalado, segundo párrafo); con la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, por atentar al principio de publicidad sobre las operaciones que lleven a que una persona supere o vea reducida su participación en el capital de una sociedad por encima o por debajo de los porcentajes establecidos, (tal y como se proclama en la Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores, núm. 7 final). Estas contradicciones en ningún caso deben resolverse mediante la supremacía de la Circular sobre el RD, cuyo rango es inferior al del RD, sino al revés, porque de lo contrario se estaría atentando al sistema de prelación de fuentes establecido en el Art. 1 de nuestro C.c. (refrendado por el Art. 9.3 de la Constitución).

Finalmente, al igual que se ha comentado respecto de los supuestos de titularidad plena de las acciones, se plantea si es o no necesario que se concluya el negocio de atribución del ejercicio de los derechos de votos correspondientes a determinadas acciones. El tema tiene la misma solución apuntada anteriormente, por lo que vale lo ya manifestado respecto de la necesidad de perfeccionar el negocio sobre las acciones en cuestión, tanto en razón al término "adquisición" (Art. 53 de la Ley del Mercado de Valores), como a su contexto normativo.

c) Negocios indirectos.

En el marco de perfección técnica de la normativa sobre información de las participaciones significativas se explica su ampliación progresiva a los negocios sobre las acciones, como vía para impedir que se desvirtúen los propósitos informativos de la disciplina. En este contexto se sitúan lo que podríamos denominar, genéricamente, "Acuerdos de agrupación de acciones", celebrados entre varios accionistas, bien para adquirir acciones de una determinada sociedad (o sociedades), bien para ejercer unitariamente los derechos de votos correspondientes a las mismas y, por esta vía, controlar la sociedad. Este tema se plantea inicialmente por la doctrina británica

de los años sesenta y tras su evolución, se incluye en el concepto de adquisición, dado por la Directiva 88/627/CEE, sobre información de participaciones significativas en sociedades que coticen en Bolsa (Art.7.4, en relación con el Art. 2). En concreto el primero dice: *"Acuerdo escrito que obligue a adoptar, mediante un ejercicio concertado de los derechos de voto de que dispongan, una política común duradera en lo que se refiere a la gestión de la sociedad"*.

Bajo la expresión "acción concertada", el mandato comunitario se recibe en las reformas latinas del Mercado de Valores, aunque el legislador español omite cualquier referencia al respecto. En principio, la inclusión de los Convenios sobre voto podría sostenerse, conforme a la interpretación amplia sostenida para el término legal "adquisición" (Art. 2 del RD 377/1991, que desarrolla el Art. 53 de la Ley del Mercado de Valores), no sólo por congruencia con la finalidad de la obligación de informar las participaciones significativas, sino por exigirlo igualmente una interpretación de la normativa española a la luz de la disciplina comunitaria, cuya incorporación constituyó el objeto del RD 377/1991 (según se declara expresamente en el mismo). Y desde ambas perspectivas debe reiterarse la importancia de tener en cuenta, no sólo los supuestos de titularidad de las acciones, sino también de disponibilidad de los derechos de votos, en virtud de una disposición legal o estatutaria y al margen de la naturaleza concreta del acto del que traiga su causa. Por idéntica razón debe considerarse irrelevante, que el porcentaje de participación significativa se alcance aisladamente, mediante la conclusión de un negocio de adquisición de acciones (por ejemplo, mediante la compra de acciones representativas del 10% de la cifra de capital de una sociedad) o a través de varios negocios de adquisición de acciones en un porcentaje no relevante desde el punto de vista de aplicabilidad del precepto que nos ocupa, pero que unido a otro negocio obligacional (el de sindicación de las acciones), permite disponer de un porcentaje de votos correspondiente a determinadas acciones, cuyo valor nominal alcanza el requerido legalmente para la consideración de participación significativa y, de esta manera, lograr el mismo resultado, que mediante la conclusión de negocios directos por el total. Pongamos un ejemplo. Sean los accionistas A, B y C, que participan en una Sociedad X, en una proporción igual al 3% (A y B) y 4% (C), respectivamente. Estos se comprometen a ejercer en una misma dirección los derechos de votos correspondientes a sus acciones. Es claro que ninguno de los accionistas alcanza el porcentaje exigido por la obligación de comunicar las participaciones significativas en el Art. 53 de la Ley del Mercado de Valores, pero sí conjuntamente, tras la conclusión del negocio obligacional. La única diferencia entre este supuesto y el de conclusión de un negocio de adquisición de acciones es el de la estructura del negocio concluido (frente a uno, hemos realizado dos interdependientes), pero no su resultado, que es idéntico. En principio, la validez de estos negocios "indirectos" o de "rodeo" viene reconociéndose dogmáticamente, lo que no implica su utilización para sortear la obligación de informar las participaciones significativas, según puso de manifiesto hace algún tiempo el Presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, en unas manifestaciones realizadas con ocasión de una investigación, que tuvo un enorme eco en la realidad empresarial española. No obstante, la inclusión de estas situaciones en el contexto de la obligación de información va mucho más allá de las propias pretensiones del legislador, como lo demuestra una interpretación literal y aislada de los preceptos bursátiles.

IV. DEBERES DE COMUNICACION A LA SOCIEDAD PARTICIPADA Y A LA COMISION NACIONAL DEL MERCADO DE VALORES

1. Naturaleza jurídica

La existencia de una participación significativa o su modificación posterior ha de ponerse en conocimiento de la sociedad participada y de los órganos rectores de los Mercados de Valores. A este deber se refiere el legislador, entre otras expresiones, con las de "*comunicación*", "*declaración*", "*información*", "*notificación*" (Vid. al respecto los Art. 21 y ss. de la legislación alemana; s. 198 y ss. de la CA; Art. 4 de la Directiva 88/627/CEE). Frente a la expresión "*informar*" del Art. 53 de la LMV, las disposiciones de su desarrollo acogen el término "*comunicación*" (RD 377/1991, sobre comunicación de participaciones significativas en sociedades cotizadas); términos utilizados indistintamente en el presente trabajo.

La obligación legal de comunicar consiste en una declaración del titular de la participación significativa, dirigida a la sociedad (al órgano de supervisión del Mercado de Valores (CNMV española, COB francesa, CONSOB italiana y Consejo de Vigilancia federal "Bundesaufsichtsamt") y a la Bolsa (o s) en que coticen las acciones de la sociedad participada, por la que se pone en su conocimiento la existencia o modificación de la indicada participación, según se desprende de la generalidad de los textos reseñados. El temario relativo al deber de comunicación presenta aún cuestiones abiertas en el Derecho Comparado. En unos casos, motivadas por las ya consabidas divergencias delimitativas del supuesto de hecho (participaciones directas e indirectas, en sus diversas modalidades); en otras por las distintas opciones en la construcción técnica de los deberes de comunicación (entre ellos, la ausencia o deficiencia del mecanismo correctivo para los supuestos de incumplimiento de los deberes de comunicación o el de la elección exclusiva de porcentajes concretos a la hora de determinar la existencia de los deberes legales de notificación).

Las comunicaciones impuestas en el Art. 53 de la Ley del Mercado de Valores, son "deberes legales", porque su origen, desenvolvimiento y consecuencias vienen determinados por la ley, siguiendo el esquema comunitario, aunque se separa en algunos aspectos de su contenido (Art. 4 de la Directiva 88/627/CEE, sobre información de las participaciones "importantes" en sociedades cotizadas). No obstante, bajo la perspectiva del Derecho de Obligaciones, los deberes de información a la sociedad participada se configuran diversamente a los impuestos frente a los órganos bursátiles

1.1. Comunicación a la sociedad participada.

En el marco del Derecho de obligaciones, los ordenamientos continentales configuran la obligación de comunicar como una carga, de modo similar a como lo hace el Art. 53 de la LMV. En este sentido, el deber que se impone al titular de la participación significativa se acompaña de las correspondientes sanciones en caso de incumplimiento (Disposición adicional segunda del RD 377/1991, que se remite a los Arts. 99, 100 y 102 de la Ley del Mercado de Valores). La decisión legal es correcta en los supuestos de cumplimiento voluntario y adecuado de los deberes de comunicación, produciéndose los efectos informativos pretendidos con la norma. De un lado, permitirá al órgano administrativo de la sociedad participada conocer a la persona o personas que están en una posible posición de control en la Junta General; de otro, la sociedad podrá, a su vez, informar a los accionistas, acreedores y público en general, tal y como se exige en el Art. 10 del RD 377/1991. Pero si la comunicación no se realiza o existen dudas sobre su contenido, la orientación española no ofrece mecanismo alternativo para lograr la información que constituye su contenido, según se desprende del tenor del Art. 53 de la LMV y de su normativa de desarrollo. Este problema podría haberse obviado, si los textos continentales hubieran optado por la orientación británica, según la cual, la sociedad o una minoría de accionistas (que cuenten

con el 10% de los votos de la sociedad) pueden reclamar la información acerca de los votos que una persona dispone de la sociedad en cuestión -o ha dispuesto en los tres años precedentes- (sección 212 a 214). No obstante, este inconveniente u otros similares (por ej. inexactitud o dudas sobre el contenido de la comunicación realizada) podría solucionarse, si la situación de participación significativa fuera conocida por la sociedad participada (o algunos de sus miembros), mediante el impulso del mecanismo de supervisión establecido en el Título VIII de la LMV (Arts. 84 a 90), al que se refiere igualmente el Art. 18 del RD 377/1991, sobre comunicación de las participaciones significativas. De esta manera y en base al ejercicio de la potestad administrativa de "supervisión" reconocida a la CNMV respecto de las personas físicas y jurídicas afectadas por la legislación bursátil (Art. 84 de la LMV, reforzado en la reciente reforma, de noviembre de 1998), la Comisión podría recabar la información correspondiente (según se autoriza en el Art. 85 de la LMV) o exigir al titular o titulares de la participación significativa el cumplimiento de la obligación de comunicación (de acuerdo con lo previsto en el Art. 18.1 del RD 377/1991).

Finalmente, la descoordinación formal en la doble exigencia de comunicar las participaciones significativas a la sociedad participada (Art. 86 de la LSA y 53 de la LMV), sin la correspondiente conexión genera problemas de duplicidades (entre ellas, supuestos sometidos a doble comunicación, cuyo incumplimiento supondrá una acumulación de sanciones -suspensión del ejercicio de los derechos, responsabilidad civil y administrativa-) y confusiones (principalmente por la falta de unidad y coordinación en la determinación del ámbito normativo de los distintos supuestos). Este problema no es singular del Derecho español, sino que también se denuncia por la doctrina alemana e italiana respecto de su normativa nacional. No obstante, la particularidad del Derecho español reside en que la descoordinación se produce en preceptos de naturaleza jurídica diferente (privada-pública), sometidos a pautas de interpretación legal diferente (fundamentalmente de carácter flexible en las disposiciones privadas, frente a los principios de tipicidad y rigidez que ordenan la normativa administrativa).

1.2. Comunicación a la Bolsa y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

El "deber de informar a la Comisión Nacional del Mercado de Valores" no suscita ninguna de las cuestiones apuntadas, ya que nos encontramos ante una obligación de Derecho Público y se asume frente a una autoridad administrativa. Ello explica que el sujeto pasivo, no sólo ha de cumplir con el deber impuesto y en su defecto podrá sancionarse como en el caso de la comunicación a la sociedad (Así en el Art. 99.p de la LMV), sino que también se le puede exigir el cumplimiento forzoso de la misma, pero no en base a una acción específica reconocida al respecto al sujeto activo de la obligación, sino en virtud de los amplios poderes que tiene la Comisión, para velar por el cumplimiento de las "comunicaciones" (Así en el Art.18, 2. del RD377/1991, sobre comunicación de participaciones significativas), que se han visto reforzados con las competencias reconocidas a la misma, como órgano encargado de la supervisión e inspección del Mercado de Valores (Título VIII, Arts. 84 y ss., de la LMV).

2. Comunicación inicial y sucesivas (Remisión)

La existencia de una participación significativa determina el nacimiento de las obligaciones dispuestas en el Art. 53 de la LMV. A los efectos de su aplicación y conforme a las conclusiones ya realizadas al examinar el temario relativo a los porcentajes legales, estaremos ante la obligación de comunicación inicial, si por primera vez se alcanza o supera el porcentaje

del 5% (Art. 1 del RD 377/1991, en relación con el Art. 53 de la LMV). en cambio, se tratará de obligaciones sucesivas, todas las que surjan por el cambio en el porcentaje de participación inicialmente comunicado. Si lo supera, se tratará de una comunicación sucesiva "por aumento"; si lo disminuye será comunicación sucesiva "por disminución" y si, finalmente desciende por debajo del porcentaje mínimo del 5%, será una comunicación sucesiva "por reducción". Todos los supuestos son posibles y sólo así se lograría una información continua sobre la aparición y evolución del poder existente en el seno de las sociedades anónimas y sus grupos, tal y como lo exige la finalidad última del sistema relativo a la información y publicidad de las participaciones significativas.

3. Sujeto pasivo y su determinación en los casos de cotitularidad y de participaciones indirectas.

El sujeto pasivo de la obligación de comunicación es siempre el titular de la participación significativa, según se desprende del tenor "Quien, por sí o por persona interpuesta, adquiera o transmita..." (Art. 53 de la LMV). En los casos de unidad de sujeto, la determinación del obligado a comunicar no se plantea, pues existirá coincidencia entre la persona titular de la participación significativa y la obligada frente a la sociedad, la Bolsa y la Comisión Nacional del Mercado de Valores, según el régimen a que se someta la comunicación correspondiente. Pero si varios sujetos concurren en la formación de la participación (por ejemplo, los casos de cotitularidad de las acciones; de disociación entre la titularidad y la legitimación para el ejercicio de los derechos de voto -usufructo o prenda de acciones-; si la participación significativa se ha logrado mediante la celebración de un negocio indirecto -a través de un Convenio de voto- o indirectamente -sociedades controladas-), podría cuestionarse, si los deberes de comunicación recaen exclusivamente en la persona considerada legalmente titular de la participación significativa o a su realización quedan sometidas todos los sujetos concurrentes en la operación.

En caso de copropiedad de las acciones objeto de la participación significativa (y de los derechos de votos), su importe se debería tener en cuenta por todos y cada uno de los cotitulares a la hora de determinar el porcentaje de exigido legalmente, pues sólo así se satisfaría la finalidad de información sobre la estructura de poder implícita en la obligación de notificar (Art. 53 de la LMV). Sin embargo, el desarrollo de este último precepto contradice la idea señalada al ordenar, que se computará una sola vez el importe de las acciones adquiridas en concepto de copropiedad, bien por la persona designada para ejercer los derechos de votos, bien a prorrateo entre los distintos copropietarios (Art. 2.3 del RD 377/1991). La postura tiene sentido a la hora de determinar la persona que ha de ejercer los derechos de votos correspondientes a las acciones, en razón al carácter indivisible del mismo, pero es insuficiente respecto de los deberes de comunicación que, por esta vía restringe su ámbito y eficacia. Supongamos el siguiente ejemplo. Sean "A" y "B" que individualmente, son titulares de acciones de la Sociedad Anónima "X", por un importe igual al 3% de la cifra de capital y, por consiguiente, no sometidas al deber de comunicación impuesto en el Art. 53 de la LMV. Asimismo y, en unión con "C", son cotitulares de acciones de la misma sociedad, en una proporción igual al 4% de la cifra de capital, habiéndose designado a "C" para el ejercicio de los derechos correspondientes al 4%. Pues bien, según la normativa bursátil, el 4% sólo se computaría a "C". En la medida que no alcanza el porcentaje, del 5% (exigido en el Art. 1 del RD 377/1991), no quedaría sometido al ámbito de la obligación de informar. Por el contrario, si el indicado importe se computara igualmente por "A" y "B", que de esta manera verían elevado su porcentaje de participación al 7%, la situación quedará sometida al ámbito de la obligación de comunicar. Por ello, esta última solución

aseguraría el conocimiento de las respectivas posiciones de "A", "B" y "C" en la Sociedad "X"; cosa que no ocurre con el Art. 2.3, citado, cuya aplicación deja fuera de la obligación de comunicar el supuesto citado.

Un problema similar se plantea en los casos de separación entre la titularidad de las acciones y los derechos de votos correspondientes a las mismas. En estos supuestos la opinión, de que el importe de las acciones afectadas por la operación se tenga en cuenta por sólo uno de los sujetos, se comparte con quienes defienden su cómputo por los dos. La primera solución se ha defendido para los supuestos de "usufructo", "prenda" y "embargo de acciones", en razón a una interpretación literal de los preceptos relativos al usufructo, prenda y embargo, respectivamente (Arts. 67.1, 72.1 y 73 de la LSA, en relación con la norma primera de la derogada Circular 6/1989, de la CNMV, en relación con el Art. 53 de la LMV). Sin duda, la postura es acorde con el tenor literal de los preceptos señalados, los cuales encuentran su exigencia en la "indivisibilidad" del ejercicio del derecho de voto. También se corresponde con las orientaciones defendidas por algún sector de la doctrina italiana, en relación al deber de informar las participaciones significativas. Sin embargo, no es consecuente con el ámbito normativo de los preceptos, ya que no tiene demasiado sentido defender la inclusión de los supuestos de titularidad plena y limitada de las acciones y luego sólo computar el importe de las acciones por uno de los sujetos. En cambio, el cómputo del importe de las acciones por su titular y por quien le corresponde el ejercicio del derecho de voto, no plantea los inconvenientes apuntados y es consecuente con una interpretación finalista del Art. 53 LMV, que debería recibirse en la normativa de su desarrollo. A tales efectos nada impide, que el importe de las acciones objeto de usufructo, prenda, etc., sea tenido en cuenta por el titular de las mismas y por la persona que ejerce los derechos de votos. Ambos, pasaría a constituir supuestos de hechos diferentes y consiguientemente, informarían sobre aspectos distintos: el de la "propiedad" (la realizada por el titular de las acciones) y el del "poder" de la empresa (la realizada por la persona que ejerce los derechos de votos). Por ello, la realización de la comunicación satisfaría la finalidad informativa perseguida con la misma, con la correspondiente protección de los intereses tutelados con ella. Por idéntica razón finalista, la solución debe proponerse igualmente respecto de los demás supuestos de disociación entre el titular de los derechos de votos correspondientes a las acciones y la persona legitimada para su ejercicio, expresada claramente para los supuestos de préstamo de acciones en el número Sexto, 2 de la Orden, de 23 de abril de 1991, de desarrollo del RD 377/1991, sobre comunicación de participaciones significativas en Sociedades cotizadas.

En relación a los convenios sobre ejercicio de los derechos de votos, el importe de las acciones sindicadas (o los derechos de votos, si éste último es el criterio de referencia legal) se suman a las privativas de cada uno de sus miembros. Esta es la opinión generalizada en los ordenamientos que han incluido estos supuestos en el ámbito normativo y se recoge en el Art. 7, tercer párrafo de la Directiva 88/627/CEE. El acierto de estas soluciones es indudable. Por un lado, se obvia el problema de la inexistencia de una figura "externa" a sus miembros en los Convenios de voto, pues, como es sabido, el simple hecho de su celebración no conlleva automáticamente la aparición de una fórmula jurídica unitaria, de la que se derive un mecanismo de representación para las relaciones con la sociedad participada. Por otro, el computar las acciones sindicadas por todos y cada uno de los integrantes del Convenio se justifica en el marco que fundamentó su inclusión normativa: que personas consideradas individualmente no alcanzaran el porcentaje de participación exigido legalmente, pero si mediante la celebración de un "Acuerdo de actuación conjunta". Sin embargo, los planteamientos apuntados son difícilmente trasladables al Derecho

español, por vía interpretativa, pues ya se ha señalado que el Art. 53 de la LMV guarda silencio respecto de la inclusión de los "convenios sobre voto" en el ámbito de la obligación de informar las participaciones significativas. Las dificultades se acentúan, no sólo por los obstáculos que presenta conocer la existencia de estas figuras en la práctica, sino también porque las modalidades que su realización puede revestir impiden una solución generalizada para todos los supuestos. Así, por ejemplo y teniendo en cuenta lo ya indicado en lugares anteriores, la postura diferirá en función de que estemos ante un supuesto reconducible al concepto genérico de sociedad o en presencia de una simple colaboración para la toma de un Acuerdo de la Junta General puntual y concreto. En el primer caso, la sociedad pasaría a ser titular de la participación y también de la obligación, si se alcanza el porcentaje exigido legalmente. Por el contrario, en el segundo caso, el importe de las acciones objeto del Convenio difícilmente podrían ser tenido en cuenta por todos y cada uno de sus miembros, salvo que esa fuera la voluntad de las partes (cosa improbable) o, en caso de detectarse su existencia, pudiera reconducirse a la teoría de los negocios indirectos o a la de fraude de ley.

En línea con la solución generalizada en el contexto comparado, el importe de las acciones adquiridas indirectamente se tendrán en cuenta por el titular directo y por el indirecto (Así se desprende del tenor de los Arts. 4 y 7 del RD 377/1991). Valga a título de ejemplo el supuesto siguiente. Sea "A" que domina a la sociedad "B" y esta última participa en un 10% en la sociedad anónima "C". A los efectos de la obligación de comunicar, el 10% se tendrá en cuenta por "A", en concepto de participación indirecta realizada a través de una sociedad controlada; por "B", como partícipe directo. De esta manera se asegura el conocimiento, no sólo de la posición de "B" en la sociedad "C" (por la comunicación de "B"), sino también la "relación de dominio" entre "A" y "B" (mediante la comunicación que deberá realizar "A").

4. Forma y demás condicionamientos de la comunicación.

4.1. Comunicación mediante "Declaración escrita" y a través de "modelos".

La forma "escrita" de la declaración sobre participaciones significativas viene exigida en la generalidad de los preceptos nacionales y se desprende del contenido de la Directiva 88/627/CEE, sobre las informaciones que han de publicarse en el momento de la adquisición y cesión de una participación importante en una sociedad cotizada. La forma escrita de la comunicación se dispone expresamente en el Art. 8.1 del RD, 377/1992, cuando dice: "*Las comunicaciones reguladas en el presente capítulo se efectuarán mediante escrito debidamente firmado*". Es más su realización mediante los modelos normalizados y aprobados por la CNMV son considerados esenciales para que las obligaciones de comunicación se entiendan cumplidas (Art. décimo de la Orden, de 23 de abril de 1991). El establecimiento de un "modelo" para la realización de la comunicación ofrece la ventaja de la uniformidad en el cumplimiento de la obligación, tanto en lo que se refiere a su forma como contenido. Esta uniformidad contribuirá positivamente a una mayor seguridad en el cumplimiento de la obligación. Según la Norma primera de la Circular 2/1991, de 24 de abril, el cumplimiento de la obligación de comunicación a través del modelo aprobado por la CNMV se extiende a todas las comunicaciones reguladas por la Ley del Mercado de Valores y así se confirma en la documentación contenida en los impresos elaborados al respecto. En ella existe un ejemplar para la CNMV; otro para la Sociedad Rectora de la Bolsa y otro para la sociedad participada, contribuyéndose con ello a la homogeneidad y uniformidad en los contenidos.

Finalmente, respecto de las formas de envío de la comunicación a la CNMV y a la Sociedad Rectora de la Bolsa se aconseja la utilización de fórmulas de envío seguras y que constituyan prueba, no sólo de la fecha de su realización de la comunicación, sino también de su remisión y recepción, como por ejemplo, la carta certificada con acuse de recibo; su entrega en mano o a través de conducto notarial. En todo caso, estas comunicaciones se anotarán en el registro de entrada de las entidades destinatarias.

4.2. El detalle de la participación significativa como contenido de las comunicaciones.

De acuerdo con el Art. 4.1 de la Directiva 88/627/CEE, el Art. 53 de la Ley del Mercado de Valores (desarrollado en este punto por el Art. 8 del RD 377/1991) impone un contenido obligatorio mínimo a las comunicaciones sobre participaciones significativas en sociedades cotizadas. el Art. 8 mencionado proyecta la información sobre los sujetos; los negocios sobre las acciones y respecto del porcentaje de participación, de modo similar a como lo han hecho otros legislaciones de nuestro entorno, como la francesa y la italiana.

En cuanto a los sujetos, el párrafo segundo del Art. 8.1 exige la "Identificación del adquirente, transmitente o titular de la participación y del firmante de la comunicación", así como la mención expresa de los sujetos indirectos, en los casos que la operación se haya realizado mediante personas interpuestas. *"En el caso de que la adquisición o transmisión se haga a través de Sociedades controladas o de otras personas, identificación de quienes aparezcan como adquirentes, transmitentes o titulares directos de las acciones. Cuando la comunicación se efectúe por quien adquiera o transmita por cuenta de otro, indicación de esta circunstancia"*. En principio esta exigencia es correcta y consecuente con los propósitos de "publicidad" y "transparencia" proclamados en la Exposición de Motivos de la Ley del Mercado de Valores, puesto que su observancia permite conocer el círculo de personas implicadas en la participación significativa, así como las relaciones existentes entre ellas. A la misma idea contribuye el "Modelo" aprobado por la Circular 2/91, cuya Hoja núm. 2, se ocupa del Detalle de participaciones indirectas (Hoja núm. 2). En cualquier caso, tanto la referencia general a las "Personas interpuestas" (en las Instrucciones de la Circular, al dorso de la Hoja núm. 2) como a "otras personas" (en el Art. 8.1 del RD) exige conectar este tema con el alcance de las "participaciones indirectas" defendido en el número romano anterior.

En cuanto a los negocios sobre las acciones, el Art. 8 citado, en su último párrafo impone la *"Identificación de las adquisiciones o transmisiones"*. El cumplimiento de este mandato exige entender las "adquisiciones o transmisiones" en el sentido examinado y comprensivo de los supuestos de titularidad plena y de disociación entre la titularidad de las acciones y la legitimación para el ejercicio de sus derecho e voto, tal y como lo exige una interpretación del texto español a la luz de las exigencias comunitarias. Por ello, las referencias exclusivas a los negocios de titularidad plena de las acciones en las Instrucciones contenidas en la Circular 2/91 para el cumplimiento de la "Comunicación" han de tener un alcance meramente ejemplificativo y en ningún caso considerarse como lista cerrada.

En cuanto a la cuantía de la participación, el legislador comunitario impone que se informe "sobre el porcentaje de los derechos de votos" (Art. 4.1) y faculta para mencionar el "porcentaje de capital poseído" (Art. 4.1 último párrafo). Frente a las divergencias nacionales en este punto, el Art. 53 de la LMV y la Circular 2/91 requieren la información del *"porcentaje de capital suscrito"*, mientras que el Art. 8.1 del RD 377/1991 se refiere genéricamente al *"porcentaje*

poseido". La diferencia entre los términos normativos debe superarse a favor de la mención expresa respecto de la proporción que representan las acciones objeto de comunicación, tanto en relación con la cifra de capital como del número de votos, en base a la reiterada vinculación de la normativa española a las exigencias comunitarias (según se declara en el RD de su transposición y es doctrina jurisprudencial consolidada).

El contenido descrito tiene carácter de mínimo, de acuerdo con la expresión "*en todo caso*" (Art. 8 del citado RD y la Norma tercera de la Circular 2/1991 de la CNMV). Por ello, una interpretación acorde con los propósitos de "publicidad" y "transparencia", retiradamente manifestados en la Exposición de Motivos, exige una dependencia estricta del contenido de la comunicación con la realidad que ha determinado la aplicación normativa. Por consiguiente, el contenido de la comunicación ha de ser, no sólo completo y veraz, sino reproducir fielmente y con exactitud el supuesto de hecho al que se corresponde.

4.3. Plazo.

Los sistemas legislativos actuales coinciden en disponer plazos relativamente cortos para la realización de la comunicación. No obstante, existen diferencias en la técnica elegida para su establecimiento, así como las reglas para su cómputo. Las comunicaciones reguladas por el Art. 53 de la LMV han de realizarse en un plazo concretamente determinado (de conformidad con lo exigido por el legislador comunitario -Art. 4.1 de la Directiva 88/627/CEE-); el de "*siete días*" (Art. 9 del RD 377/1991, relativo a las comunicaciones sobre participaciones significativas en sociedades cotizadas). Plazo para el que sólo se tienen en cuenta los días "*hábiles*" (Art. 9, que reproduce el mandato comunitario) y que se calculará, según que la sociedad participada tenga admitida sus acciones en Bolsa o la obtenga por primera vez. Para las comunicaciones en sociedades cuyas acciones coticen en Bolsa, el plazo de siete días se contará "*desde la fecha del contrato. Tratándose de suscripción de acciones en una ampliación de capital dicho plazo contará desde el día en que finalice el período de suscripción. En el supuesto de que la adquisición o transmisión sea consecuencia de un título no contractual, se contará desde la fecha en que produzca efecto*". En el caso de comunicaciones a sociedades que obtengan por primera vez la admisión a negociación de sus acciones en Bolsa, el plazo se contará "*desde la fecha de publicación en el correspondiente Boletín de Cotización del Acuerdo de admisión o desde la aceptación del nombramiento o producción del cese como Administrador o Consejero*" (Art. 9 del RD 377/1991). Esta solución plantea algunas dificultades en su aplicación práctica. A título de ejemplo, piénsese en los supuestos de participaciones significativas contruidos con diversidad y superposición de fórmulas (negocios directos e indirectos de distinta naturaleza; realización directa e indirecta de los mismos...). En estos habrá que proceder a un cálculo pormenorizado, separado y casuístico de todos y cada uno de los negocios concurrentes. Este casuismo resulta innecesario desde la pretensión informativa de la disciplina, que se podría haber evitado, haciendo coincidir el momento del nacimiento del deber (esto es, cuando se concluye el Acto o negocio determinante de la participación significativa) y el inicio del plazo para su cumplimiento. Casuismo, que añadirán una "inseguridad" a la ya "insegura normativa que nos ocupa". Inseguridades que, en definitiva, incidirán irremediamente en su eficacia, con las correspondientes consecuencias negativas en los intereses de la sociedad participada, así como del público en general, implícitos en la obligación de comunicación.

5. Consecuencias administrativas al incumplimiento de los deberes de comunicación

5.1. Potestad administrativa de investigación reconocida a la Comisión Nacional del Mercado de Valores

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. 53, aunque la misma puede obtenerse mediante el impulso de la potestad supervisora de la CNMV, reconocida expresamente para la normativa que nos ocupa en el Art. 18 del RD 377/1991. En su número 1 dice: *"En el ejercicio de su función supervisora, la Comisión Nacional del Mercado de Valores velará especialmente por que las operaciones que deban ser objeto de comunicación de acuerdo con lo dispuesto en el presente capítulo se ajusten a los principios de la Ley del Mercado de Valores y disposiciones complementarias"*.

De este modo, nuestro legislador introduce el mandato exigido por la Directiva 88/627/CEE de que, las "autoridades competentes dispongan de los poderes necesarios para el cumplimiento de su misión" (Art. 12.2). El recurso a este procedimiento por parte de la sociedad participada no es acertado en el marco de las relaciones reguladas por el Derecho Privado. En este sentido, su aplicación puede suponer una cierta desprotección al interés del sujeto activo de la información, que se ve forzado a instar la actuación de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, como vía para acceder a la información requerida en su favor directamente por el Art. 53. En este contexto hubiera sido deseable la elección de una fórmula intermedia entre la acogida por el legislador germánico (exigencia de prueba de las comunicaciones, art. 27) y la contenida en la legislación del Mercado de Valores. Con la primera, se tutelaría el interés de la sociedad, puesto que al tener acción directa frente al sujeto pasivo de la obligación podría exigirle la información impuesta legalmente, sin necesidad de recurrir a los mecanismos de información del Mercado de Valores, con intereses y propósitos no siempre coincidentes con el de la sociedad. Asimismo, la restricción legislativa de su aplicación a los supuestos de realización de la comunicación, protegería la esfera privada del titular de la participación significativa. Con la segunda, se superarían los inconvenientes que la solución germánica presenta en los supuestos de omisión de la comunicación, ya que la sociedad podría recurrir a la Comisión Nacional del Mercado de Valores para conocer las distintas relaciones de poder existentes en su seno. Igualmente, el alcance de los poderes reconocidos a la Comisión Nacional del Mercado de Valores permitiría una investigación exhaustiva al respecto.

No obstante, bajo la perspectiva de los inversores y del público, la postura del legislador español es entendible, asumible y plenamente justificada, como fórmula para asegurar la transparencia de las participaciones significativas, con la correspondiente protección de la esfera privada del titular de la participación significativa. En este contexto, el conocimiento de algunos de los supuestos de participación significativa exige una auténtica invasión de la esfera privada del titular de la participación significativa. A título de ejemplo piénsese el caso de A, que tiene una participación del 10% en la Sociedad B, con las siguientes características: el 5% a través de tres sociedades controladas, con sede en distintos Estados; el 2% directamente adquiridas en Bolsa y el otro 3%, mediante una sindicación de votos. Si la investigación se pudiera realizar libremente como sucede en el sistema británico, la aplicación de la norma podría tener consecuencias imprevisibles, salvo que se impusieran serios límites a dicha posibilidad, tal y como sucede en el ordenamiento alemán, con la exigencia de que se realice la comunicación, o en el sistema británico, con la necesidad de que se conozca la situación o, cuando menos, exista una causa razonable sobre su existencia. Este problema queda salvado con la intervención de la CNMV, recibida en la legislación española. Por un lado, la Comisión, como órgano de la Administración

Pública (Art. 14 de la Ley) encargado de la supervisión e inspección de los Mercados de Valores (Art. 13 de la Ley) sirve con una mayor objetividad a la protección de los intereses generales, de acuerdo con lo dispuesto en el Art. 103.1 de la Constitución y confirmado en el Art. 13 de la Ley del Mercado de Valores al declarar que la CNMV velará por la "transparencia de los mercados de valores...y la protección de los inversores..."

Con los inconvenientes apuntados, la solución española consigue un relativo equilibrio entre los intereses concurrentes en la disciplina que nos ocupa. De una parte, el derecho a la información sobre las participaciones significativas, que se reconoce a la sociedad (directamente) y al público en general (indirectamente) mediante la comunicación de las participaciones significativas establecida en el Art. 53. De otro, se asegura el derecho de "secreto" respecto de la esfera privada del titular de la participación significativa, en atención a la reserva de las informaciones o datos reservados prevista en el Art. 90.

Finalmente, la construcción técnica de la Investigación reconocida a la CNMV es consecuente con los intereses de política jurídica implicados en la comunicación sobre participaciones significativas. En general, la investigación que puede realizar la Comisión es más amplia y rigurosa que la que pudiera llevar a cabo la sociedad, en razón a su supremacía respecto de los sujetos potencialmente inspeccionables, así como en virtud de la cláusula general del Art. 18 del RD, completada con el 85 de la Ley y ss. recientemente reforzados en la Ley 37/1998. De este modo se puede acceder a los hechos de difícil "penetración jurídica" existentes en el marco de las participaciones significativas (como son las complejas y diversas fórmulas que revisten algunos negocios sobre las acciones, tal y como lo demuestran algunas de las investigaciones ya realizadas en la práctica española). Asimismo, la actuación reglada de la Comisión supone una garantía para el sujeto investigado. En este sentido, queda sometida al Régimen general de supervisión, inspección, establecido en el Título VIII de la Ley del Mercado de Valores (al que se remite el Art. 18 del RD 377/1991) y sus disposiciones y resoluciones podrán recurrirse en vía contencioso-administrativa (Art. 16 de la Ley del Mercado de Valores). Por último, nos encontramos ante un sistema eficaz. Así lo permite, entre otras, la supremacía de la Comisión sobre el sujeto investigado, que asegura el cumplimiento de las informaciones requeridas al mismo, de una manera completa y fiable; las medidas sancionatorias contempladas al respecto (en los artículos 95 y ss. de la Ley del Mercado de Valores).

5.2. Responsabilidad administrativa

La disposición adicional Segunda del RD 377/1991, de 15 de marzo, sobre comunicación de participaciones significativas en Sociedades cotizadas, establece que: "... *El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el presente Real Decreto podrá ser constitutivo de infracción muy grave o grave de acuerdo con lo previsto en los artículos 99, apartado p) y 100, ap j), de la Ley 24/1988, de 28 de julio, del Mercado de Valores, y, asimismo podrá ser sancionado a lo dispuesto en los artículos 102 y 103 de la citada Ley*". Se cuestiona los supuestos de incumplimientos que han de calificarse como infracción muy grave y los que sólo serán graves o leves. El tema se plantea por los propios términos de los artículos 99p y 100j de la Ley del Mercado de Valores.

Según el Art. 99 p (en conexión con el Art. 9 del RD 377/1991, relativo al plazo de la comunicación) el cumplimiento del deber con un retraso igual o superior al de siete días constituye infracción muy grave. Igual calificación merecen los demás, stos de

incumplimiento, al menos así debería entenderse de la referencia general a la "inobservancia del deber" (en el citado 99p), en conexión con la significación jurídica del término incumplimiento de las obligaciones, ya examinada anteriormente. No obstante, el incumplimiento de la comunicación a las autoridades bursátiles o la realizada a la sociedad con un retraso inferior a siete días sólo se considerará infracción grave, al menos así se desprende de la interpretación conjunta del Art. 99p, con el 100j., que dice: "*La falta de comunicación de informaciones a los organismos rectores de los mercados secundarios oficiales o a la Comisión Nacional del Mercado de Valores en los casos en que dicha comunicación sea preceptiva con arreglo a esta Ley y no constituya infracción muy grave conforme al artículo anterior*". La interpretación señalada es consecuente con los términos de la Disposición Adicional Segunda del RD 377/1991, cuando dice que, "... El incumplimiento de las obligaciones establecidas en el presente Real Decreto podrá ser constitutivo de infracción muy grave o grave...". No obstante, el incumplimiento formal de la comunicación se ha calificado de infracción "leve", según se advierte en algún Informe publicado por la Comisión.

Los artículos 102, 103, 105 y 107 de la LMV establecen las sanciones. Con carácter general se impondrán al sujeto responsable de una *infracción muy grave*, una o varias de las sanciones previstas en el Art. 102 (*Multa por importe no inferior al tanto, ni superior al quíntuplo del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción o en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta la mayor de las siguientes cantidades resultantes: el 5 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 50.000.000 de pesetas. Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que puedan realizar el infractor, en el Mercado de Valores durante un plazo no superior a cinco años. Suspensión de la condición de miembro del mercado secundario oficial correspondiente por un plazo no superior a cinco años*) y para las calificadas de graves en el 103 (*Amonestación pública, con publicación en el "Boletín Oficial del Estado". Multa por importe de hasta el tanto del beneficio bruto obtenido como consecuencia de los actos u omisiones en que consista la infracción o, en caso de que no resulte aplicable este criterio, hasta la mayor de las siguientes cifras: el 2 por 100 de los recursos propios de la entidad infractora, el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos utilizados en la infracción o 25.000.000 de pesetas. Suspensión o limitación del tipo o volumen de las operaciones o actividades que pueda realizar el infractor en el Mercado de Valores durante un plazo no superior a un año*). Si la persona responsable de la infracción ocupa cargos de administración o dirección en la entidad y la infracción es muy grave, se impondrá igualmente una de las sanciones establecidas en el Art. 105 (*Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el 5 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 50.000.000 de pesetas. Suspensión en el ejercicio del cargo por plazo no superiores a tres años. Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en la misma entidad por un plazo no superior a cinco años. Separación del cargo con inhabilitación para ejercer cargos de administración o dirección en cualquier otra entidad financiera de la misma naturaleza por plazo no superior a diez años*) y si es grave, las previstas en el Art. 106 (*"Además de la sanción que corresponda imponer al infractor por la comisión de infracciones graves, cuando la infractora sea una persona jurídica podrá imponerse una de las siguientes sanciones a quienes, ejerciendo cargos de administración o dirección en la misma, sean responsables de la infracción: Amonestación pública, con publicación en el 'Boletín Oficial del Estado'. Multa por importe de hasta la mayor de las siguientes cifras: el 2 por 100 de los fondos totales, propios o ajenos, utilizados en la infracción, o 25.000.000 de pesetas". Suspensión en el ejercicio de todo cargo directivo en la entidad por*

plazo no superior a un año").

En relación a las sanciones mencionadas en los preceptos reproducidos, nuestro legislador adopta medidas adecuadas y consecuentes con la finalidad última del deber de comunicar, de lograr una publicidad y transparencia respecto de las posiciones de poder en el seno de las sociedades cotizadas (Conforme se reitera en la Exposición de Motivos y se confirma en la del RD 377/1991). También cumple satisfactoriamente con lo exigido por la Directiva 88/627/CEE, de establecer "sanciones adecuadas para el caso de que las personas no respeten las disposiciones de la presente Directiva (Art. 15). Sin embargo desde el punto de vista de la efectividad de las sanciones mencionadas, el sistema deja algo que desear, no sólo por los términos poco claro y confusos con que se formula el contenido del sistema sancionatorio, sino también por el amplio margen de discrecionalidad que se reconoce a la CNMV, tanto en la puesta en marcha del sistema sancionatorio, como en las sanciones a imponer. A estos efectos basta con releer los preceptos reproducidos anteriormente. Por lo demás, el procedimiento previsto para la imposición de las sanciones es el contemplado en los arts. 133 y ss. de la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen jurídico de las Administrativo Común, con las especialidades dispuestas en los arts. 21 a 24 de la Ley de Disciplina e Intervención de las Entidades de Crédito (Así debe entenderse de la remisión de la nueva redacción al Art. 98 de la LMV (Ley 37/1998, de reforma de la LMV, Art. séptimo, diez). Según los datos publicados por la CNMV, en el año 1993 se abrieron 14 expedientes (9, por infracción muy grave; 1 por grave y 4 por leves), de los cuales fueron sancionados 12 (los nueve por infracción muy grave y correspondientes a la "no declaración de participaciones significativas"; 1 por infracción grave, por "Incorrecta comunicación a la CNMV" y 2 por infracción leve, relativo al "Incumplimiento de deberes formales").

El principio de tipicidad en materia de infracciones administrativas (Art. 129 de la L 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común) impide que la CNMV pueda imponer otras medidas contra el incumplimiento de la obligación de comunicación (entre ellas, ordenar la suspensión de los derechos correspondientes a las acciones afectadas por la misma, tal y como se autoriza en otras legislaciones, como la alemana o la italiana). Estas sólo podrían aplicarse, si la infracción del deber de comunicación dispuesto en la legislación bursátil implicara igualmente el previsto en el Art. 86 del TRLSA (la suspensión de derechos señalada y las demás previstas para su inobservancia).

V. INFORMACION A LOS ACCIONISTAS Y AL PUBLICO

Frente al silencio del vigente texto italiano (Art. 120 de la Ley del Mercado Financiero, pendiente de desarrollo reglamentario y contrariamente a los términos del derogado Art. 5 bis de la Ley núm. 216, antepenúltimo párrafo), la información y publicidad de las participaciones significativas comunicadas se impone en el Art. 25 de la legislación alemana, s 211 de la C.A., 356-1 francés), conforme se exige en el Art. 10 de la Directiva 88/627/1998.

1. Los distintos supuestos. La información a los socios y la información al público.

El Art. 53 de la LMV dispone la regla general de publicidad para las participaciones significativas en sociedades cotizadas. Su primer párrafo dice: "*Dichas entidades estarán*

obligadas a hacer pública dicha información en la forma que se establezca...".

El precepto se desarrolla en el Art. 10 del RD 377/1991, de 15 de marzo. Mediante la publicidad de las participaciones significativas, el legislador pretende contribuir a la transparencia del Mercado (según se reitera en la Exposición de Motivos y se concreta para el tema que nos ocupa en el número 7). En consonancia con esta idea, el interés de todos los implicados en el Mercado (accionistas de la sociedad, trabajadores, acreedores y público en general) aparecen protegidos en el mismo plano de igualdad respecto de las participaciones significativas en sociedades cotizadas, de modo similar a como se contempla en las disposiciones comparadas y comunitaria. Sin duda la publicidad de las participaciones redonda así como en la posición jurídica de todos y cada uno de los interesados en la sociedad. Los accionistas podrán ejercer más razonablemente los derechos derivados de su posición jurídica en la relación socio-sociedad, como por ejemplo, marcharse o permanecer en la misma e incluso, buscar fórmulas de agrupación con otros socios para potenciar sus votos y así contrarrestar el poder existente (o potencial) en el seno de la Junta General. Los acreedores tendrán igualmente más datos para conocer el alcance real de la garantía de sus créditos frente a la sociedad y, con ello, buscar o no alternativas de afianzamiento para su cobro. Respecto de la sociedad, la identidad del capital social hará mejorar su imagen en el Mercado, despertando una mayor confianza de los inversores, con la consiguiente repercusión en la captación de capitales. Por último, la publicidad de las participaciones significativas se ha revelado igualmente como una técnica preventiva respecto de las prácticas de negociación con información privilegiada o para detectar posibles elusiones a la normativa sobre OPAS, según se ha denunciado por la propia CNMV.

No obstante, la consecución de la pretensión de transparencia es relativa a la vista de la construcción técnica de la disciplina. Alineándose con la solución comparada, la regla general de publicidad se configura con alcance relativo, con lo que cabe su inaplicación en los casos autorizados por la Comisión Nacional del Mercado de Valores (Art. 10.2 del RD 377/1991, de manera similar a la autorización prevista en este punto en el Art. 11 de la Directiva 88/627/CEE). Asimismo, el legislador español se separa del resto de los ordenamientos en el alcance de la normativa, pues bajo la rúbrica "publicidad" integra, no sólo supuestos de información extrasocietaria (a través de la incorporación de la comunicación en los Registros de la CNMV o su difusión por las Sociedades Rectoras de las Bolsas, previsto en las letras b y c del Art. 10.1 del RD 377/1991) como los demás sistemas legislativos, sino también un caso de información intrasocietaria, al exigirse que la sociedad informe a los socios (letra a del mencionado Art. 10.1). Aunque esta posición no está justificada por el legislador, la inserción sistemática de la previsión en los mecanismos de "publicidad" bursátil no va a incidir en el mandato comunitario (Art. 10.1, segundo párrafo de la Directiva 88/627/CEE), que autoriza a los Estados miembros para que la información se garantice "no por la sociedad, sino por la autoridad competente" y esta última se sigue en el Art. 10.1, letras b y c del RD 377/1991, con la incorporación de las comunicaciones en los Registros de la CNMV y su difusión por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores. Por la misma razón, es consecuente con la transparencia del Mercado pretendida en la Exposición de Motivos de la LMV (número 7 final), ya que los distintos mecanismos de publicidad contemplados en el Art. 10.1 b y c, así como los demás instrumentos de difusión creados por la Comisión, al amparo de la letra c (consulta por pantallas de ordenador o la puesta a disposición de las copias de las comunicaciones recibidas) permiten el conocimiento generalizado de la estructura de las posibles posiciones significativas en el seno de las sociedades cotizadas a todos los interesados en la sociedad (socios, trabajadores, acreedores, posibles inversores, etc.). Prueba de ello son las 3.810 consultas realizadas en 1991 o las 6.892 en 1992, situándose en la segunda respecto del total de todas las realizadas (un 23% respecto del

total), según se declaraba en el Informe de la CNMV de 1993.

2. *El deber de la sociedad, de proporcionar la información relativa a las participaciones significativas.*

2.1 Fundamento y caracterización.

El Art. 10.1 a) del RD 377/1991, relativo a las participaciones significativas en sociedades cotizadas determina que: *"Las informaciones resultantes de las comunicaciones... se pongan a disposición de los accionistas que los soliciten"*.

El deber se impone a la sociedad participada y tiene un carácter estrictamente "intrasocietario", al restringirse a los accionistas, según se expresa en el precepto reproducido. Esto justifica la tutela "exclusiva" del interés de los socios de la sociedad, a quienes se limita la solicitud de la información (Art. 10.1.a). Es un deber "ex lege", de naturaleza administrativa, como disposición reguladora de la intervención pública en la ordenación y control del mercado de capitales, a través de la CNMV. De aquí, que el deber exigido en el RD 377/1991 tenga la consideración de obligación jurídico-pública, propia de Derecho administrativo-económico, pudiendo imponerse su cumplimiento por la CNMV en el ejercicio de su potestad supervisora, en razón a la tutela del interés de los inversores y de la transparencia del mercado en general (Art. 18.2 del RD 377/1991), cuya protección corresponde a la Comisión, según el tenor del Art. 13 de la LMV.

El deber información requerido a la sociedad en el Art. 10.1.a. del RD 377/1991 tiene una función residual en el marco informativo de las participaciones significativas en sociedades cotizadas. Y ello por dos razones. La primera, porque la coexistencia de una información intrasocietaria de las participaciones significativas comunicadas con otra de carácter público por parte de la CNMV, supone una pérdida de virtualidad al deber impuesto a la sociedad al respecto, ya que los accionistas y cualquier interesado en la sociedad podrán obtener la información sobre la distribución accionarial de determinada sociedad cotizada, de forma inmediata, acudiendo directamente al Servicio de atención al Público de la CNMV o de la Sociedad Rectora de la Bolsa. La segunda, porque el nacimiento y cumplimiento del deber exigido a la sociedad está sometido a dos condiciones, según se desprende de la interpretación conjunta del Art. 10.1.a) con el 1 del RD 377/1991. De un lado, a la recepción por la sociedad de la comunicación sobre participación significativa; de otro, a la solicitud previa del accionista o accionistas (Art. 10.1.a del RD 377/1991). Estos condicionamientos, junto con el silencio legal sobre las particularidades a que debe someterse el ejercicio del derecho por parte de los accionistas, determinan la falta de utilidad, cuando no la inoperancia del deber de información impuesto a la sociedad como técnica para conocer las participaciones significativas, máxime cuando el Texto Refundido de LSA no articula un mecanismo general de información permanente en favor de los socios.

El deber de información exigida a la sociedades cotizadas tiene carácter relativo, al contemplarse la posibilidad de su exoneración por parte de la CNMV (Art. 10.2 del RD 377/1991). Con ello, nuestro legislador adopta una postura singular, al extender a los "accionistas de la sociedad" la orientación seguida hasta ahora exclusivamente en el marco de la información al "público" (según lo autoriza el Art. 11 de la Directiva 88/627/CEE y se ha recibido en algún ordenamiento de nuestro entorno).

El legislador español considera la "recepción de la comunicación" y la "solicitud previa de los accionistas" como presupuestos condicionantes del nacimiento y cumplimiento del deber de información exigido a la sociedad. Así puede deducirse de lo dispuesto en el Art. 10.1 a del RD 377/1991, cuando dice: "*Las informaciones resultantes de las comunicaciones contempladas en este capítulo..., se pondrán a disposición por la sociedad, en favor de los accionistas que las soliciten*". La primera condición encuentra respaldo legislativo en la LMV (Art. 53, primer párrafo) y en la Directiva comunitaria (Art. 10.1). Técnicamente, también se corresponde con la construcción del sistema informativo de las participaciones significativas que, como hemos visto, se pone en marcha mediante el deber de comunicación del titular de la participación significativa a la sociedad en cuestión. Desde esta perspectiva, la sociedad sólo estaría obligada a informar si previamente lo ha sido ella, según se desprende de las disposiciones mencionadas al partir de la comunicación del titular de la participación significativa y en este sentido se viene interpretando dogmáticamente. Pero esta posición deja sin resolver los supuestos en que la comunicación no se reciba por la sociedad y respecto de los cuales habría que señalar, que los administradores de la sociedad (o los miembros del Consejo de administración, según la estructura adoptada por el órgano administrativo) que tuvieran conocimiento de una participación significativa tendrían que informar igualmente a los accionistas, tanto en razón a una interpretación finalista y acorde con el principio de transparencia del mercado, que constituye el fundamento último del deber exigido a la sociedad en el Art. 53 de la LMV, como en base al deber general de diligencia en el ejercicio del cargo que se impone a los administradores de todas las sociedades anónimas en el Art. 127 del TRLSA.

El presupuesto de "previa solicitud de los accionistas" (Art. 10.1.a del RD 377/1991) tiene difícil justificación y genera problemas en el cumplimiento del deber por parte de la sociedad. En primer lugar, la postura española atenta al fundamento normativo, ya que entorpece el acceso de los accionistas al conocimiento de las participaciones significativas. Y ello es así porque la necesidad de requerimiento previo de los accionistas, presupone el conocimiento de la situación de participación significativa o, cuando menos, la sospecha de la existencia de una participación significativa. Este extremo es de difícil comprobación en la realidad económica-empresarial, por la propia complejidad que puede revestir la realización de la operación en la práctica, tal y como se ha reconocido por la propia CNMV en algunos de sus Informes anuales y se ha reiterado en el presente trabajo. A estos efectos, piénsese simplemente el caso del Sr. X, que participa en la sociedad anónima española Y, en una proporción igual al 10% de su capital y distribuido del siguiente modo: el 2% directamente y en concepto de titular de las acciones; el resto indirectamente: el 2% como usufructuario de las acciones propiedad de un cliente suyo; otro 3%, mediante dos sociedades instrumentales, con sede en distintos países (en Gibraltar y en las Islas Caimán, respectivamente) y otro 3%, en concepto de garantía de un crédito concedido al titular de las mismas). En este último plano de ideas, hubiera sido más aconsejable haber seguido la orientación generalizada en el contexto comparado y comunitario para el deber de publicidad ordenado a la sociedad, que prescinde del requerimiento previo del accionista, con la consiguiente dispensa de una mayor protección a los socios que la solución española. En segundo lugar, la opción adoptada por el legislador español plantea igualmente problemas a la hora del cumplimiento del deber impuesto a la sociedad, fundamentalmente porque la norma silencia la forma y demás condiciones a que debe someterse el ejercicio del derecho de información por parte del accionista, así como la modalidad concreta que debe revestir la prestación de "puesta a disposición" requerida a la sociedad.

2.2. Alcance

El Art. 10.1.a del RD 377/1991 menciona a los "accionistas" para referirse a los destinatarios de la información impuesta a la sociedad. Esta decisión puede entenderse acertada y consecuente con el alcance intrasocietario del deber exigido a la sociedad en el texto español. En este marco, la elección es igualmente correcta, puesto que la información sobre la posible estructura patrimonial y administrativa de la sociedad es una fórmula de protección efectiva de la participación del socio en la sociedad y del adecuado ejercicio de los derechos derivados de su posición jurídica. Por idéntica razón, la mención legal "accionistas" (Art. 10.1.a) excluye del ámbito normativo a quienes no tienen la consideración de tales. Tampoco es necesario defender otra solución, puesto que la información sobre las participaciones significativas en sociedades cotizadas queda asegurada a todos los interesados en la sociedad (acreedores, posibles inversores y público en general), según se expresa en el Art. 10.1.a y b; función que es asumida directamente por la CNMV y por las Sociedades Rectoras de las Bolsas, mediante los mecanismos de publicidad contemplados en el citado precepto. La referencia legal "accionistas", sin mayor precisión permite extender la expresión a todos los titulares de acciones emitidas por la sociedad, con independencia de su categoría y clase y de que las acciones en cuestión estén o no admitidas a cotización. Respecto de los titulares de acciones cuyos derechos estén en suspenso, la sociedad no estaría obligada a proporcionar la información sobre las participaciones significativas (entre ellos, los titulares de participaciones recíprocas superiores al límite del diez por ciento autorizado en el Art. 83.2 de la LSA; los que están obligados a declarar su participación a la sociedad (Art. 86.1 de la LSA). En cuanto a las acciones objeto de copropiedad, usufructo o prenda, el sujeto activo del deber de información sería la persona legitimada para ejercer los derechos de socio (según lo exige la interpretación coordinada con lo dispuesto en la Sección Tercera, arts. 66 y ss. de la LSA). Finalmente, el tenor del Art. 10.1.a reconoce a los accionistas un derecho frente a la sociedad, para solicitar la información resultante de las participaciones significativas comunicadas. De acuerdo con el citado precepto, se trata de un derecho de carácter limitado, en cuanto a su objeto (al recaer sobre las participaciones significativas) y permanente (respecto del tiempo en que puede ejercerse).

Según el Art. 10.1.a) del RD 377/1991, el deber de información a los accionistas corre a cargo de la sociedad, al decir: *"Puesta a disposición, en favor de los accionistas que las soliciten, por parte de las Sociedades cotizadas"*. La puesta a disposición de la información sobre participación significativa debe entenderse como una actividad meramente gestora y como tal, competencia del órgano administrativo de la sociedad (administrador, administradores o miembros del Consejo, según la estructura adoptada estatutariamente) o la persona designada por ellos para su realización (Gerente, Comisión ejecutiva, entre otras).

2.3. Forma y otros condicionamientos de realización.

El legislador exige a la sociedad, que ponga a disposición la información resultante de la comunicación (Art. 10.1.a del RD 377/1991). El precepto guarda silencio sobre la modalidad concreta y demás condiciones a que se somete su realización, por lo que la solución concreta dependerá de cada sociedad en particular. Si esta última dispusiera de un mecanismo de información a los socios (ya sea permanente -como sería un tablón de anuncios o una oficina de atención a los accionistas- o más o menos periódica, entre otros, la existencia de una revista entre los accionistas o el envío de circulares a los mismos), no existiría problema alguno, ya que la

información prescrita en el Art. 10.1.a del RD 377/1991 se transmitiría por las vías indicadas. En los demás supuestos, el socio tendría que solicitar la información de la sociedad, de acuerdo con lo dispuesto en el citado precepto. Ante el silencio del texto legal convendría, que la petición se formalizara por "escrito", en razón a la mayor seguridad para la prueba de su realización; la misma se enviaría al domicilio de la sociedad, pues así lo permite la referencia a esta última, sin mayor precisión en el precepto citado, en conexión con el Art. 6 del TRLSA, que determina al domicilio social como el centro de su efectiva dirección y administración. A estos efectos y, en razón a la certeza y seguridad de la realización de la petición por el accionista, así como de la recepción por la sociedad, sería conveniente enviar la solicitud mediante carta certificada con acuse de recibo o a través de su entrega en mano, con registro de entrada en la sociedad.

Con independencia de cual sea la modalidad concreta que revista la puesta a disposición, la información resultante de la comunicación constituye el contenido mínimo legal del deber impuesto a la sociedad (Art. 10.1.a del RD 377/1991). Con ello, queda clara la idea del legislador, que la sociedad transmita a los socios íntegramente la información declarada por el titular de la participación significativa. En todos los casos señalados, los administradores (sus delegados o apoderados, según los casos), cumplirían con el deber impuesto a la sociedad en el Art. 10.1.a, con la consiguiente satisfacción del interés de los accionistas, de conocer la estructura accionarial y las relaciones de poder existentes en el seno de la sociedad en la que participan.

2.4. Excepciones.

El Art. 10.1 del RD 377/1991 establece el deber general de proporcionar la información sobre participaciones significativas, seguido de la posibilidad de su exoneración, en el número 2, que dice: *"Excepcionalmente, cuando los obligados a efectuar las comunicaciones previstas en el presente capítulo estimen que las correspondientes informaciones deben quedar reservadas, lo comunicarán así a la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Esta sólo podrá exonerar de la publicidad a que se refiere el número anterior cuando su divulgación fuere contraria al interés público o perjudicara de manera grave a las Sociedades de que se trate siempre y cuando, en este último caso, la falta de publicación no sea de índole tal que induzca a error al público sobre hechos y circunstancias esenciales para la evaluación de los valores afectados."*

La interpretación aislada del Art.10.1.a parece refrendar la idea en torno al alcance relativo del deber de información impuesto a la sociedad respecto de sus accionistas. Sin embargo, esta interpretación es desacertada, debiendo prevalecer el carácter absoluto del deber de información a los accionistas. De una parte, así lo confirma el contraste del Art. 10.1.a del RD 377/1991 con el Art. 53 de la LMV, pues según éste último, la exoneración de la información sobre participaciones significativas sólo viene referida a la destinada al público y en ningún caso la dirigida a los "accionistas de la sociedad" (a la que se refiere el Art. 10.1.a). A la misma conclusión nos lleva la interpretación de los textos españoles a la luz de las exigencias comunitarias, que sólo autorizan la exoneración de la información al "público" (Art.11 de la Directriz 88/627/CEE, recibido igualmente en las legislaciones nacionales de las sociedades cotizadas). De otra, el carácter absoluto del deber de información sobre las participaciones significativas es el exigido igualmente por una interpretación finalista del mismo, de dar a conocer a los socios las relaciones de poder existente en el seno de la sociedad en la que participan y, de acuerdo con ello, poder ejercer más razonablemente los derechos derivados de su posición jurídica.

2.5. Incumplimiento del deber.

La función residual que cumple el deber de información a los accionistas en el marco de la publicidad de las participaciones significativas justifica la relativa importancia, del cumplimiento forzoso del mismo, como medida de garantía al interés del accionista tutelado por la norma. Así sucede porque si el socio en cuestión no logra la información deseada (bien por denegación de su solicitud, bien por el retraso en la respuesta o por entender ésta última inadecuada) podrá acudir directamente a los Servicios de atención al público de la CNMV (o de la Bolsa) y acceder a la información solicitada a la sociedad, a través de los distintos mecanismos de publicidad previstos al respecto y a los que se refiere el Art. 10.1 b y c del RD 377/1991. No obstante, La CNMV podrá exigir a la sociedad el cumplimiento forzoso del deber requerido en el Art. 10.1.a del RD 377/1991, en el ejercicio de la función de supervisión, reconocida en el Art. 18 del RD 377/1991, que en su número 2 determina "*Cuando así lo considere preciso en aras de la transparencia del mercado o de la protección de los inversores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ordenar a las Sociedades emisoras que hagan públicas las correspondientes informaciones*".

Las consecuencias específicas previstas para el incumplimiento del deber de información son similares a las dispuestas para los deberes de comunicación, ya examinado. El incumplimiento se considera infracción muy grave, a tenor de lo dispuesto en el Art. 99.p de la LMV (al que se remite la Disposición adicional Segunda del RD 377/1991), sancionado con multa a la sociedad (Art. 102), así como a los responsables, que ejerzan cargos de administración o dirección en la misma (Art. 105). Por lo demás, nos remitimos a lo ya manifestado en el examen del incumplimiento del deber de comunicación.

3. Información pública por la Comisión Nacional del Mercado de Valores

El Art. 10.1 del RD 377/1991 determina la publicidad de las participaciones significativas a través de la Comisión Nacional del Mercado de Valores, de las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y de la Sociedad de Bolsa

3.1. Fundamento.

Es difícil precisar, si para la consecución de la finalidad de transparencia pretendida para las participaciones significativas (según se declara en la Exposición de Motivos de la LMV, núm. 7, final), la publicidad debe dejarse en manos de la sociedad, en las del órgano de dirección y control de los Mercados de Valores o de ambas. Al respecto, la Directiva 88/627/CEE autoriza a los Estados miembros para que la publicidad informativa de las participaciones significativas se "garantice no por la sociedad en cuestión, sino por la autoridad competente, eventualmente en cooperación con dicha sociedad" (Art. 10.1, segundo párrafo); opción incorporada en las legislaciones nacionales de las sociedades cotizadas, como lo hace el Art. 53, primer párrafo de la LMV española, aunque el Art. 10 del RD 155/1991, sólo se refiere a los poderes públicos como órganos encargados de la información al público, mientras que la sociedad asume la información a los socios, tal y como se ha expuesto. La respuesta a la cuestión planteada ha de valorarse en planos diferentes.

En el marco general de las funciones del Sector Público en la actividad económica,

constitucionalmente reconocida, la asunción de la publicidad sobre las participaciones por las autoridades bursátiles parece ser la solución que debiera propugnarse. En este plano, el control externo de las sociedades anónimas cotizadas es un hecho incuestionable en la actualidad en la generalidad de los países europeos, en Estados Unidos y también en el contexto español, a través de la designación a la CNMV, como órgano de dirección y control del Mercado de Capitales (Art. 13, primer párrafo de la LMV). Su actuación se proyecta, tanto en el marco institucional del mercado como en el ámbito interno de las sociedades, debiéndose situar en ambas vertientes la incorporación de las comunicaciones sobre participaciones significativas en el Registro de la CNMV o su difusión por las Sociedades Rectoras de las Bolsas de Valores y demás instrumentos establecidos por la Comisión, al amparo de lo dispuesto en el (Art. 10.1.b y c del RD 377/1991).

Pero en el plano estricto de la disciplina de las participaciones significativas, la asunción de su publicidad por parte de la CNMV (a la vez que por las Sociedades Rectoras de las Bolsas) sólo quedaría justificada si con ello se reforzara su cumplimiento, tanto respecto de la transmisión de la información al público como en relación a la fiabilidad de su contenido. Y en este marco, no son tan seguras las ventajas de la intervención de la Administración frente a su realización por la sociedad.

En primer lugar, en cuanto a las garantías en el cumplimiento de la normativa es cierto, que la asunción de la información pública de las participaciones significativas por la CNMV (y también por las Sociedades rectoras de las Bolsas) podría dispensar una mayor protección a los destinatarios de la información, por medio de una información "más completa, más pública y progresivamente más puntual". En este sentido, dentro de las limitaciones legales de la normativa que nos ocupa, la postura española es correcta y la estructura accionarial de las sociedades cotizadas puede conocerse mediante los distintos mecanismos existentes, bien consultándolo en el Registro de la Comisión, bien directamente del contenido de la declaración realizada por el titular de la participación significativa (con el examen de las copias). Igualmente, la consulta por pantalla de ordenador facilita una información global y detallada de todas las participaciones significativas de la sociedad o sociedades cotizadas. Del mismo modo, la publicación inmediata de las informaciones recibidas, a la vez que su libre acceso público facilitan el conocimiento constante sobre la formación y evolución de las distintas relaciones de poder existente en el seno de las sociedades cotizadas y también, de las vinculaciones entre ellas. Asimismo, la supremacía de la CNMV en las relaciones jurídicas con los titulares de las participaciones significativas y con todos los demás concurrentes en el Mercado estimulan el cumplimiento del deber de comunicación, a la vez que su comprobación administrativa confirma y/o complementa la información de las participaciones significativas recibida. En este sentido son claras las potestades administrativas reconocidas a la Comisión, tanto en orden a la vigilancia e inspección en el cumplimiento de la normativa (Art. 18.1 del RD 377/1991), como en materia sancionadora (disposición adicional segunda), sin olvidar el privilegio de decisión ejecutoria (Art. 18.2 del RD 377/1991).

Ahora bien, resultados similares podrían obtenerse dejando en manos de la sociedad la publicidad de las comunicaciones. Así se aprecia en la experiencia de otros países, mediante la inscripción de la comunicación en el Registro de "intereses en acciones" -sección 211 de la C.A.-, su inclusión en Boletines oficiales -Art. 25 de la AktG y 21.1 de la II Ley de promoción del Mercado financiero, así como el derogado Art. 5 bis, párrafo sexto italiano-, en periódicos de información financiera -Art. 356 francés- o su difusión a través de los medios de comunicación social determinados en los Estatutos -Art. 25 de la AktG, en relación con el 20.6 y 23-. Del mismo modo, se asegura la información completa sobre las participaciones significativas, a

través de las facultades reconocidas a la sociedad frente al sujeto obligado a realizar la comunicación, ya examinada.

Lo que sucede es que cualquiera de las soluciones que se adopte, debe acompañarse necesariamente de los mecanismos de garantía adecuados a la pretensión de transparencia del capital en las sociedades anónimas cotizadas. Y ello tanto en lo que se refiere a las disposiciones para su cumplimiento - esto es, los medios de transmisión de la información-, como a la fiabilidad de la información, es decir, las técnicas para asegurar la correspondencia entre la participación publicada y la realidad societaria-. Y es en este contexto, en el que la solución española presenta claras deficiencias. De un lado, al optar exclusivamente por requerir a la sociedad que informe a los socios (Art. 10.1.a del RD), nuestro legislador ha renunciado expresamente a que la publicidad informativa corra a cargo de la sociedad, como lo han hecho otras legislaciones nacionales. Por idéntica razón se ha excedido en el ámbito de competencia propio de la legislación bursátil que, en el tema que nos ocupa, se restringía a que la información pública de las participaciones significativas, se realizara tanto por las autoridades bursátiles como por la propia sociedad (Art. 53 de la LMV). De otro, la construcción técnica del deber exigido a la sociedad también presenta serios problemas de desconexión con la con el régimen general dispuesto en el TRLSA.

Desde el punto de vista de la fiabilidad de la información, tampoco es seguro, que la consecución de la publicidad por los poderes públicos logre una información "más veraz". ¿Qué es una pretensión del legislador y de la propia Comisión del Mercado de Valores? queda claramente reflejado en la Exposición de Motivos de la LMV y en los informes anualmente publicados por la Comisión. Pero ello lo hace dudar el hecho de las escasas ocasiones en que la Comisión ha ejercido su potestad sancionadora en materia de participaciones significativas, según lo revelan los Informes anuales de la misma. También lo pone en entredicho el "AVISO" de la Comisión, según el cual "La incorporación a los Registros de la Comisión Nacional del Mercado de Valores de las comunicaciones de participaciones significativas recibidas, no determina su responsabilidad sobre la veracidad de la información en ellas contenida, que ha de entenderse exclusiva del firmante del mismo", tal y como se expresa en el Art. 92 de la LMV para las informaciones en materia de "Informes de auditoría de cuentas y de los folletos informativos" (párrafo último). Sin duda alguna la "fiabilidad" de la información publicada es uno de los problemas más graves con los que se encuentra en la actualidad la disciplina que nos ocupa, con independencia de la opción privada o pública elegida para su instrumentación. Estos problemas se acentúan en el Derecho español. De una parte, por cuestiones conectadas al sistema de información y publicidad de las participaciones significativas (como por ejemplo, la propia concepción de participación significativa, más conectada a la propiedad de las acciones que a los distintos negocios que tienen por objeto los derechos de votos incorporados a las mismas, conforme se ha examinado; el hecho que el funcionamiento del sistema dependa de la iniciativa del propio obligado a declarar las participaciones significativas confirma la necesidad de proceder a una comprobación constante y rigurosa de todas y cada una de las informaciones recibidas por la Comisión. Asimismo justifica el control continuo sobre los movimientos accionariales para detectar posibles participaciones significativas no comunicadas). De otra, por problemas de desconexión entre el régimen de las participaciones significativas y el de las participaciones recíprocas reguladas en la LSA (Arts. 82 y ss.). A ello debe sumarse, la descoordinación de la disciplina que nos ocupa con el resto de los preceptos de la sociedad anónima -cuentas anuales, mecanismos de aprovechamiento del derecho de voto, derecho de información al accionista etc.-, sin olvidar la inexistencia de un régimen material de las

vinculaciones entre empresas. La superación de los problemas mencionados no es posible por vía interpretativa y exigen una reforma legislativa, al margen de la consideración privada o pública del sujeto encargado de la información pública.

Con todo, la aspiración hacia una información "veraz", debe ser el objetivo prioritario de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. De este modo se lograría la máxima correspondencia entre el régimen jurídico y la materia regulada, puesto que la información suministrada al público reflejaría la distribución accionarial real y existente en las sociedades anónimas cotizadas. Que ésta es la pretensión de los miembros de la Comisión no cabe duda. A este respecto son suficientes las propias declaraciones de la Comisión, según se reitera en sus Informes anuales y aunque ello parece contradecirse con los escasos expedientes instruidos al respecto. También es incuestionable el espíritu del legislador en este sentido, según se reitera en la Exposición de Motivos de la LMV. La solución propuesta encuentra su apoyo legal. En primer lugar, trae su fundamento en una interpretación integradora y finalista de la disciplina de las participaciones significativas, en conexión con el espíritu y contenido de la Directriz 88/627/CEE. En segundo lugar se refrenda con el entendimiento, que una información veraz y fiel con la realidad es lo único que justifica la función de protección de los inversores reconocida a la Comisión (en el Art. 13 de la LMV y considerado como uno de los principios más importantes del Mercado de Valores), así como las amplias potestades atribuidas a la Comisión en la materia que nos ocupa y reforzadas en la reciente reforma, de noviembre de 1998. Esta última, no debe limitarse a la mera transmisión de la información recibida, por ser ésta una solución atentatoria al fin de la disciplina, de lograr la confianza de los inversores. Y ello cuando la propia Comisión se ha mostrado satisfecha sobre la "...disposición de un conjunto de instrumentos y atribuciones que le permiten actuar sobre los intervinientes en los mercados, para obtener la información necesaria y, en su caso, proceder a la imposición de sanciones...".

3.2. La regla general y su alcance

De acuerdo con el Art. 53 de la LMV española (confirmado por el 10.1, párrafo primero del RD 377/1991), *"...Dichas entidades estarán obligadas a hacer pública dicha información"*.

La publicidad de las participaciones significativas también será posible si las autoridades bursátiles tienen conocimiento de ellas. En este sentido se viene resolviendo en el marco comparado y puede llegarse en el Derecho español, mediante las potestades administrativas reconocidas a la CNMV en el artículo 18.2 del RD 377/1991, que dice: *"Cuando así lo considere preciso en aras de la transparencia del mercado o de la protección de los inversores, la Comisión Nacional del Mercado de Valores podrá ordenar a las Sociedades emisoras que hagan públicas las correspondientes informaciones o hacerlas públicas por sí"*.

A estos efectos es indiferente, que la fuente de información haya sido la denuncia de terceros a la Comisión (o de otros interesados de la sociedad participada, accionistas, acreedores, trabajadores) o se haya derivado de una supervisión llevada a cabo por la Comisión, autorizada por el Art. 85 de la LMV.

Alineándose a la corriente comparada, el Art. 53 de la LMV determina la publicidad informativa *"...con las salvedades previstas en el artículo 91"*; posición autorizada por la Directiva 88/627/CEE, que reconoce a "las autoridades competentes" la posibilidad de "exonerar" de la obligación de información al público. El alcance relativo de la publicidad es una opción más flexible, que pretende conciliar el interés público, en orden al conocimiento de las personas que

podrían controlar la sociedad, con el privado del titular de la participación significativa y de los miembros del órgano administrativo de la sociedad participada, de no revelar la distribución exacta de la cifra de capital (ni de los votos correspondientes a la misma). Pero en el plano finalista de las participaciones significativas en sociedades cotizadas, la publicidad relativa de las mismas es un planteamiento equivocado por varias razones. En primer lugar, pone en duda la formulación clara de la "protección de los 'inversores'" que preside la publicidad de las participaciones significativas y que se proclama en la Exposición de Motivos de la LMV (núm. 7 final). En este sentido, la orientación que nos ocupa dispensa una protección más débil al público (y también a los accionistas de la sociedad) que dispensaría la configuración absoluta del principio de publicidad. Es más, se altera el sistema de prelación de intereses tradicionalmente establecido en la construcción técnica de la normativa, ya que el interés "de las sociedades" parece imponerse sobre el interés público (entendido éste en sentido amplio y comprensivo del de los accionistas y acreedores de la sociedad; inversores y público en general), contrariamente a la solución pretendida en la Exposición de Motivos. La elección podría implicar igualmente una vía para eludir la publicidad de las participaciones significativas o cuando menos, su realización tardaría hasta que concluya el procedimiento que decida su publicación o no. En segundo lugar, el reconocimiento a la CNMV de una facultad para "exonerar" el cumplimiento de la disciplina legal supone, en última instancia, dejar al arbitrio de los miembros de la Comisión la efectividad de la normativa. Este resultado es discutible si pensamos que estamos ante una disposición legal, de carácter específico para las participaciones significativas y principalmente pensada para tutelar el interés de los inversores. Por esta razón, su efectividad no debería quedar a una decisión administrativa. A estos efectos, no son suficientes los límites de "interés público" o de "perjuicio grave a las Sociedades", exigidos en el Art. 10.2 del RD 377/1991 (conforme se requiere en el Art. 10.2 de la Directriz 88/627/CEE). En el primer caso, porque se deja un amplio margen de discrecionalidad a la Comisión en la valoración de los supuestos de exoneración, entre los que se ha incluido los riesgos de secuestro o amenazas. En el segundo porque, si bien se restringe la discrecionalidad de la Comisión a las exigencias señaladas en el precepto ("cuando la falta de publicación no sea de índole tal que induzca a error al público sobre hechos y circunstancias esenciales para la evaluación de los valores afectados"), en su formulación se recurre a conceptos jurídicos indeterminados, de amplia significación y sin vincularlos directamente a los propósitos que presiden la normativa de "asegurar la transparencia de las participaciones importantes en el capital de las sociedades cotizadas" (Exposición de Motivos, núm. 7, final). Por lo demás, la exoneración de la publicidad debe ser solicitada por el titular de la participación significativa y comunicada a la CNMV. Esta podrá o no permitirla, mediante autorización singular (Art. 10.2 del RD 377/1991 y contrariamente a su regulación reglamentaria proyectada en la legislación italiana).

3.3. Forma y demás condicionamientos.

Las informaciones relativas a las participaciones significativas se publicarán por los medios previstos en el Art. 10.1 del RD 377/1991. Junto a la "incorporación de la comunicación en los Registros Públicos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores" y de la "difusión de las informaciones a través del Sistema de Información bursátil (contempladas en las letras b y c), se permite la consulta directa de las copias de las comunicaciones recibidas o el acceso por pantalla de ordenador a la distribución de las participaciones significativas por sociedades, tal y como se ha dispuesto en la práctica por la CNMV, autorizado por la letra c).

Las previsiones señaladas son consecuentes con la solución generalizada en el contexto

comparado y con las exigencias de la Directiva 88/627/CEE (Art. 10). El texto español no contempla la divulgación de la información mediante "uno o varios periódicos de difusión nacional o de amplia difusión" (según prevé en el Art. 10.2 de la Directiva) o su inserción en un Boletín oficial (tal y como se impone en Francia o Alemania y se preveía igualmente en el Derecho italiano derogado). No obstante, los instrumentos elegidos por nuestro legislador conducen a los mismos resultados que se alcanzan con los medios citados. Efectivamente, las distintas fórmulas contempladas en el Art. 10 del RD 377/1991 aseguran el conocimiento generalizado de las participaciones significativas, en razón al carácter público de los Registros de la CNMV (tal y como se proclama en el Art. 92.p, 2º de la LMV). Asimismo, las propias características de los instrumentos a través de los cuales se canaliza la información sobre las comunicaciones recibidas, entre ellos, la consulta directa de las copias de las comunicaciones recibidas o el acceso por ordenador a las distintas participaciones en el capital de una sociedad, aseguran una información segura, rápida e inmediata sobre la comunicación recibida, tal y como exige el legislador comunitario en el artículo 10.1, primer párrafo. De aquí, la relativa irrelevancia, que la sociedad no pusiera a disposición de los accionistas la información solicitada por ellos (conforme ordena el citado Art. 10.1.a), puesto que el problema quedaría solventado con la publicidad realizada directamente por la CNMV o a las Bolsas en que cotizan las acciones objeto de la comunicación.

El legislador español sólo dice que se harán públicas las informaciones resultantes de las comunicaciones (Art. 10.1 del RD 377/1991). Pese a ello, su realización inmediata encuentra su apoyo en varias razones. Así, puede inducirse de las propias características de los medios elegidos para su publicación (puesta a disposición de las comunicaciones o su difusión por medios informáticos). Igualmente se desprende del contenido normativo de todo el sistema de información y publicidad de las participaciones significativas. También se encuentra en una interpretación del texto español acorde con las exigencias de la Directiva, según se impone a los Estados miembros por el Art. 5 del TCEE y se reitera por la doctrina del Tribunal de la CEE para otros temas de Sociedades (como la de 13-XI-1990, Asunto C. 106/89, sobre las causas de nulidad de las sociedades). Por último, a una solución similar nos lleva el tenor y espíritu del Art. 13 de la LMV, cuando dice que la CNMV protegerá a los inversores "promoviendo la difusión de cuanta información sea necesaria para asegurar la consecución de esos fines" (segundo párrafo).

3.4. Contenido y efectos.

El Art. 10.1 del RD 377/1991 (conforme al Art. 53 de la LMV) coincide con los preceptos comparados y comunitario en imponer la publicidad de "*Las informaciones resultantes de las comunicaciones contempladas en este capítulo*".

El cumplimiento de este mandato dependerá de si se trata o no de un supuesto de publicidad conectado a la existencia de una comunicación realizada, tal y como hemos distinguido anteriormente. En el primer supuesto, el tenor del Art. 10.1 del RD 377/1991 y 53 de la LMV exigen la coincidencia entre el contenido del Acto de publicidad y el de comunicación. La realización concreta dependerá de la modalidad que revista el Acto de publicidad. En unos casos habrá que proceder a su reproducción (tal y como ocurre con la difusión a través del Sistema de Información Bursátil y la incorporación en el Registro -letras b y c-), mientras que en otros no es necesario, puesto que bastará con la entrega de la comunicación realizada (tal y como sucede mediante la puesta a disposición de las copias relativas a las comunicaciones recibidas).

Si la publicidad de la comunicación sobre participaciones significativas se conecta directamente a una situación de participación significativa resultante de una inspección de la CNMV, es indudable que se logrará una reproducción fiel y exacta de la realidad. En estos casos, la realización de la publicación satisfará íntegramente el principio de "transparencia" perseguido con la publicidad de las participaciones significativas. Cosa distinta podrá ocurrir en los supuestos normales de publicación, en donde esta última estará conectada a la comunicación. En estos casos, la información resultante se referirá a hechos "declarados" por el titular de la participación significativa, según se dispone en el Art. 10.1 del RD 377/1991 (conforme al Art. 53 de la LMV) y, de aquí, el sentido de la declaración realizada por la CNMV en la disposición pública de las copias de comunicación recibida, que dice: *"AVISO. La incorporación a los Registros Públicos de la CNMV de las comunicaciones de participaciones significativas recibidas, no determina su responsabilidad sobre la veracidad de la información en ellas contenida, que ha de entenderse exclusiva del firmante de las mismas."* El apoyo legal de esta declaración parece encontrarse en el Art. 92, último párrafo de la LMV, pero no por ello encuentra plena justificación. Es cierto, que la conexión de la publicación a la información suministrada por el titular de la participación significativas podría explicar esta postura en el momento inmediato a la recepción de la comunicación. Pero la solución es discutible si la contemplamos en el marco de los poderes reconocidos a la CNMV en el Sistema informativo de las participaciones significativas. En este plano de ideas, hemos visto, que la Comisión cuenta con potestades suficientes para comprobar la participación declarada con la existente en la realidad y para ello basta con releer el Art. 18 del RD 377/1991. Por ello, la exigencia de un cuidado especial y escrupuloso de la CNMV sobre las comunicaciones recibidas viene determinada por la satisfacción de la "necesidad de proteger a los inversores" que está detrás de la publicidad de las participaciones significativas en sociedades cotizadas (según se declara en la Exposición de Motivos de la LMV, número 7, final y se reitera en el Art. 13).

Con carácter general a todos los supuestos de publicidad, la Orden del Ministerio de Economía y Hacienda, de 23 de abril de 1991 determina, la no publicación de los datos relativos al domicilio u otros de carácter privado de las personas físicas comprendidas en la comunicación (número noveno). En principio, la aplicación de este precepto es defendible, siempre y cuando el cumplimiento de la Orden no atente el tenor de las normas sobre publicidad contenidas en el RD 377/1991 y del Art. 53 de la LMV, tanto en razón al mayor rango de estas respecto de la Orden, como en atención a los propósitos perseguidos por las mismas, de lograr una transparencia sobre las distintas posiciones de poder existente en el seno de las sociedades cotizadas.

El carácter público de los Registros de la CNMV (Art. 92, segundo párrafo de la LMV) y de los distintos medios señalados, aseguran el conocimiento generalizado de todas y cada una de las participaciones significativas en las sociedades cotizadas, en correspondencia con la pretensión proclamada en la Exposición de Motivos de la LMV (número 7, final) y se exige en el Art. 10.1 primer párrafo de la Directiva 88/627/CEE. Se trata de una publicidad noticia y, por ello, los datos publicados no gozan de la presunción legal de conocimiento. No obstante, la información publicada podría servir de apoyo a una pretensión jurídica (por ejemplo, para el ejercicio de una acción de responsabilidad frente a una persona que controle la sociedad, en razón a una participación significativa en la misma).

El legislador guarda silencio respecto de la obtención de certificación u otros medios de reproducción escrita (extractos, copias, notas, etc.) de los datos concernientes a las

participaciones significativas. Dicha posibilidad se ha propugnado como fórmula para acreditar la titularidad de una persona sobre las acciones de determinada empresa y siempre que se acredite un interés especial, del mismo modo que ocurre con determinados datos del Registro Civil. Esta postura es asumible, pero no es posible fundamentarla en la analogía con las disposiciones del registro civil, ya que nos encontramos ante disciplinas con finalidad y propósitos diferentes. El apoyo de la solución apuntada está en la Ley 30/1992, de 26 de noviembre, de Régimen jurídico de las Administraciones Públicas y del Procedimiento Administrativo Común. "El derecho de acceso a Archivos y Registros" se reconoce a los ciudadanos en sus relaciones con la Administración (Art. 37.1) y a él se conecta el "de obtener copias o certificados de los documentos cuyo examen sea autorizado por la Administración, previo pago, en su caso, de las exacciones que se hallen legalmente establecidas" (Art. 37.8).

Finalmente, la Comisión "velará porque las operaciones que deban ser objeto de comunicación... se ajusten a los principios de la Ley" (Art. 18.1 del RD/1991), porque sólo así se satisfaría el "interés de los inversores", cuya tutela se encomienda a la Comisión (Art. 13 de la LMV). Por ello, su incumplimiento pueda ser reconducido a la normativa sobre responsabilidad de la Administración Pública, de acuerdo con lo dispuesto en la Ley 30/1992, de régimen jurídico de las Administraciones Públicas.

VI. BIBLIOGRAFIA

La bibliografía recomendada para el tema expuesto se desarrolla en mi trabajo titulado "Participaciones significativas en Sociedades Anónimas", editado por Mc Graw Hill, Madrid 1995. En él se abordaba y propugnaba, la necesidad de una construcción coordinada de todo el régimen de información y publicidad previsto para las participaciones significativas en los Arts. 86 del TRLSA y 53 de la LMV, tal y como lo exige el carácter "general" y "especial" de las respectivas disposiciones aplicables a las sociedades anónimas. Desde su publicación, la normativa general de las sociedades anónimas se modificó por la Disposición Segunda de la Ley 2/1995, de 23 de marzo, de Responsabilidad Limitada, ampliándose las figuras de "Sociedad dominante y dominada" (Art. 87) e introduciéndose un régimen sancionador, de carácter administrativo (Art. 89). Un planteamiento actualizado y detallado del régimen contenido en el vigente TRLSA (y en la LSRL) puede verse en mi estudio relativo a las "Participaciones recíprocas entre sociedades de capital", recientemente publicado en la RdS (colección de Monografías), editada por Aranzadi. En este último se completa y actualiza la bibliografía del trabajo anteriormente publicado.