



LA SUSPENSIÓN DEL RÉGIMEN DE LIBERALIZACIÓN DE INVERSIONES O EL RENACER DE LA GOLDEN SHARE

IGNACIO ARAGÓN ALONSO

Socio en Cremades & Calvo-Sotelo y Profesor Asociado de Derecho Mercantil en la Universidad Complutense de Madrid

Revista Aranzadi Doctrinal 4 • Abril 2020 • Págs. 253 a 260

SUMARIO

- I. EN CUANTO A LA CONSECUENCIA DE LA SUSPENSIÓN Y A LA DURACIÓN DE LA MISMA.
- II. PROBLEMAS QUE SE SUSCITAN, JURÍDICOS Y DE OPORTUNIDAD ECONÓMICA. 1. *Encaje constitucional de la norma*. 2. *De su validez desde el derecho europeo*. 2.1. De la suspensión referida a sectores estratégicos. 2.2. De la extensión de la suspensión a los otros supuestos. 3. *De la aplicación de la suspensión del régimen a sociedades no cotizadas*.

Entre las medidas adoptadas por el Gobierno, a través de la promulgación del RD-Ley 8/2020, de 17 de marzo, para mitigar los efectos económicos y sociales que causará en nuestro país el Coronavirus, se encuentra la suspensión del régimen de liberalización de inversiones extranjeras directas en España, fundamentalmente, pero no solo, en sectores estratégicos de nuestra economía. Mediante la disposición final cuarta de dicho RD-L se modifica la Ley 19/2003, de 4 de julio, *sobre régimen jurídico de los movimientos de capitales y de las transacciones económicas con el exterior y sobre determinadas medidas de prevención del blanqueo de capitales*, añadiéndose un nuevo artículo, el 7 bis, que viene a establecer la citada suspensión, con sometimiento a autorización administrativa previa y, por ello, introduciendo una intervención pública en el funcionamiento del libre mercado.

Nos recuerda esta medida a la famosa acción de oro que se identificaba con la autorización administrativa previa que se materializaba en una acción o un paquete de acciones propiedad del Estado y que le otorgaba determinadas facultades en la toma

de decisiones de las antiguas empresas públicas, por ejemplo, el derecho de veto para la entrada de determinados accionistas extranjeros. En concreto, en España, se utilizó para intentar evitar la entrada de capital extranjero en las compañías recientemente privatizadas, como Telefónica, Endesa, Repsol y las antiguas Argentaria y Tabacalera.

Cabe recordar que esta prerrogativa concluyó con los diversos pronunciamientos del Tribunal de Justicia de la Unión Europea durante los años 2002 y 2003 en contra del uso de la "acción de oro" por parte no solo de España, sino también del Reino Unido, Francia, Bélgica y Portugal. El Tribunal de Luxemburgo dictaminó que "un régimen de intervención basado en una autorización administrativa previa o en derechos de veto constituye una restricción a la libre circulación de capitales" y una "infracción de la libertad de establecimiento" aunque, al mismo tiempo, señalara que "tales restricciones son aceptadas si no discriminan por razón de nacionalidad, responden a razones de interés general y son proporcionadas al fin que persiguen".

El estado de alarma en el que se encuentra nuestro país y las grandes dificultades por las que atraviesan la economía y las compañías españolas han resucitado, pues, una pseudo acción de oro con la que proteger la "españolidad" de ciertas compañías o protegerlas frente a los intentos de toma de control por parte cierto tipo de inversores.

Ante esto cabe preguntarse: ¿estamos ante una justificada y acorde a la legalidad vuelta de esta actualización de la "acción de oro"? Pasemos a analizar esta extraordinaria medida tomada por el Gobierno.

La medida de control administrativo *ex ante* se extiende sobre dos ámbitos diferentes: el primero está en relación a las compañías objeto de la inversión (sociedades pertenecientes a los llamados sectores estratégicos), y el segundo reside en la naturaleza del inversor (fundamentalmente –aunque no solo– respecto de compañías públicas o controladas por el Estado de países de fuera de la Unión Europea).

Así, por un lado, se aplica sobre aquellas transacciones realizadas por inversores residentes en países de fuera de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio en entidades españolas que realicen actividades en los sectores estratégicos (infraestructuras críticas, ya sean físicas o virtuales, incluidas las infraestructuras de energía, transporte, agua, sanidad, comunicaciones, medios de comunicación, tratamiento o almacenamiento de datos, aeroespacial, de defensa, electoral o financiera, y las instalaciones sensibles, así como terrenos y bienes inmuebles que sean claves para el uso de dichas infraestructuras; tecnologías críticas, incluidas la inteligencia artificial, la robótica, los semiconductores, la ciberseguridad, las tecnologías aeroespaciales, de defensa, de almacenamiento de energía, cuántica y nuclear, así como las nanotecnologías y biotecnologías; el suministro de energía; y los sectores con acceso a información sensible, en particular a datos personales), cuando el inversor pase a ostentar una participación igual o superior al 10 por 100 del capital social de la sociedad española, o cuando como consecuencia de la operación se participe de forma efectiva en la gestión o el control de dicha sociedad.

Por otro, también se extiende sobre aquellas inversiones que, dándose las circunstancias antes señaladas de participación en el capital social y toma de control, (i) procedan de empresas públicas o de control público o de fondos soberanos de terceros países, (ii) procedan de un inversor extranjero que haya realizado inversiones o participado en actividades en los sectores que afecten a la seguridad, al orden público y a la salud pública en otro Estado miembro o (iii) procedan de un inversor que tenga abierto en contra un procedimiento, administrativo o judicial, en otro Estado miembro o en el Estado de origen o en un tercer Estado por ejercer actividades delictivas o ilegales.

I. EN CUANTO A LA CONSECUENCIA DE LA SUSPENSIÓN Y A LA DURACIÓN DE LA MISMA

Como antes se señaló, esta suspensión de la liberalización de inversiones lleva consigo el sometimiento de la inversión a autorización administrativa, esto es, la transformación de un derecho en una concesión del poder público (apartado 5 del art. 7 bis). La duración de la medida parece indefinida dados los términos literales del apartado 6 del art. 7 bis: *La suspensión prevista en este artículo regirá hasta que se dicte Acuerdo de Consejo de Ministros por el que se determine su levantamiento.*

Sin embargo, no puede interpretarse que quede al completo arbitrio del Gobierno su duración. Dado el principio de proporcionalidad que ha de regir toda limitación (y no digamos suspensión) de libertades (sean las de los nacionales o las de los extranjeros, pero relacionadas con actividades que se realizan en el territorio de la Unión Europea y afectan, pues al Derecho de la Unión) hay que entender que la suspensión debe terminar cuando desaparezcan las circunstancias que la legitimaron. Lo que no significa cuando terminase el estado de alarma, pues los efectos que la crisis económica, política y social que la pandemia del coronavirus ha producido durarán mucho más tiempo que la erradicación sanitaria de esa pandemia. Es cierto que determinar cuándo terminan los efectos de la crisis es de difícil constatación, pero no de imposible constatación. De todos modos, dada la incidencia global de la crisis, lo más adecuado es que sobre ello hubiera un acuerdo de la Unión Europea que evitase así diferencias nacionales que podría introducir riesgos graves en la unidad del mercado europeo, de manera que los Estados miembros que hubieran adoptado estas medidas restrictivas pusieran fin a las mismas apoyados, precisamente, en ese acuerdo.

Cosa distinta es el instrumento normativo interno para poner fin a la suspensión. Como acaba de verse, el apartado 6 del art. 7 bis determina que se hará por Acuerdo del Consejo de Ministros. En mi opinión, respecto de las suspensiones decididas por los apartados 2 y 3 del art. 7 bis, ese Acuerdo no puede consistir en un Decreto, sino en un Decreto-ley, no sólo por la regla del *contrarius actus*, sino porque al suspenderse la liberalización de inversiones se suspende una libertad que no solo es de terceros, sino que lógicamente afecta también a los socios de compañías españolas que ven restringidas sus libertad de disposición de su participación, y ello excede claramente de la potestad reglamentaria. Por otra parte, la posibilidad de suspensión futura en

otros sectores, prevista en el apartado 4 del art. 7 bis, aunque se atribuya al Gobierno, creo, por la última razón dada, no cabría adoptarla por Decreto, sino por Decreto-ley y su levantamiento igual.

Como se ha mencionado, no estamos ante una prohibición de realización de las referidas operaciones de inversión, sino de un sometimiento de éstas a la obtención de autorización administrativa previa, considerándose como negativa la falta de respuesta de la administración y careciendo de validez jurídica las operaciones realizadas sin autorización. Se trata, pues, de una transformación de un derecho en una concesión del poder público (apartado 5 del art. 7 bis).

II. PROBLEMAS QUE SE SUSCITAN, JURÍDICOS Y DE OPORTUNIDAD ECONÓMICA

De todo lo antedicho se suscitan diversas cuestiones. En primer lugar, cabe preguntarse por el **encaje constitucional de la norma**; en segundo, por **su validez de** acuerdo con el Derecho europeo; y en tercero, por la oportunidad económica de extender la autorización también para sociedades no cotizadas.

1. ENCAJE CONSTITUCIONAL DE LA NORMA

La medida afecta, como ya se ha señalado, tanto a inversores extranjeros que no podrán realizar libremente adquisiciones en los términos expuestos como a los accionistas españoles que no podrán venderles libremente sus acciones. Por lo tanto, en ambos casos se ven afectados los derechos de propiedad y libertad de empresa.

Desde la perspectiva española, lo que nuestro ordenamiento constitucional exige para la suspensión de derechos de los nacionales es que se dé un supuesto de estado excepcional que lo permita y que la medida sea adecuada, es decir, útil para la finalidad que pretende, y proporcionada, esto es, que sea la menos desfavorable para el derecho de las que podrían acometerse. Es cierto que la suspensión de determinados derechos sólo está prevista, literalmente, para los estados de excepción y sitio (), pero es de común aceptación en la doctrina, y de pacífica interpretación de la, en la parte que dedica al estado de alarma, que cabría una suspensión de derechos de tipo económico estrechamente conectados con la crisis que el estado de alarma pretende combatir. De todos modos, no hay más remedio que apuntar (aunque ello quizás exceda el objeto del presente trabajo) que, no tanto (pero también) por la suspensión de los ya aludidos derechos económicos (hay una afectación, sin duda, al derecho de propiedad y a la libertad de empresa, ya lo hemos apuntado más tras), sino, sobre todo, por la suspensión de los derechos de reunión y de libre circulación adoptada en la declaración del estado de alarma, el instrumento normativo que nuestro Estado de Derecho exige, más que el estado de alarma (donde es difícil encontrar cobertura en las previsiones del de la L.O. 4/1981, de 1 de junio, de los estados de alarma, excepción y sitio), es el de excepción, en el que tales derechos sí pueden ser suspendidos (CE y arts. 20 y 22 de la citada L.O.).

2. DE SU VALIDEZ DESDE EL DERECHO EUROPEO

En cuanto a la afectación de derechos “europeos”, en este caso del derecho a la libre circulación de capitales, o más exactamente, a la liberalización de inversiones, la primacía del Derecho de la Unión hace que sea éste, en definitiva, el que deba servir de parámetro para determinar la validez del nuevo art. 7 bis. El prohíbe en principio todas las restricciones a los movimientos de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y países terceros, y a este respecto, las inversiones en forma de participación constituyen movimientos de capitales conforme a la normativa comunitaria. No obstante, el art. 65.1 b) del Tratado UE habilita a los Estados miembros para *tomar medidas justificadas por razones de orden público o de seguridad pública*, medidas, que hay que entender que vienen a ser excepciones permitidas a la liberalización de inversiones que pueden adoptar los Estados miembros de la Unión, por **razones de orden público o de seguridad pública**.

En aplicación de ese supuesto, la Ley 12/2003 ya previó, en su art. 7, la facultad del Gobierno de suspender el régimen de liberalización de inversiones *cuando se trate de operaciones que, afecten al ejercicio de poder público, o actividades directamente relacionadas con la defensa nacional, o a actividades que afecten o puedan afectar al orden público, seguridad pública y salud pública*. Ese mismo precepto previó que la suspensión determinará el sometimiento de dichas operaciones a autorización administrativa.

Ahora se adiciona a este precepto un nuevo artículo, el 7 bis, que se caracteriza: a) por su carácter ejecutivo, de aplicación inmediata, de las suspensiones previstas en los apartados 2 y 3 del art. 7 bis: *queda suspendido el régimen liberalización de las inversiones*; b) por el carácter facultativo de la posible ampliación de los sectores afectados inmediatamente por la suspensión prevista en aquellos dos apartados, habilitándose el Gobierno (apartado 4 del art. 7 bis) para poder suspender en *otros sectores no contemplados en el apartado 2 de este artículo, cuando puedan afectar a la seguridad pública, orden público y salud pública*; y c) por determinar sobre qué **sectores** (apartado 2) y en qué supuestos (apartado 3) cabe suspender. Hay que interpretar (el término *asimismo*, con el que se inicia en apartado 3, así avala) que los supuestos son independientes de los sectores, esto es, que aunque no se tratase de sociedades de uno de los sectores determinados en el apartado 2, si se dan los supuestos del apartado 3, la liberalización de inversiones queda suspendida.

Es aquí cuando, de nuevo, cabe analizar la norma desde su doble vertiente. En un primer lugar, respecto de su aplicación sobre aquellas transacciones realizadas por inversores residentes en países de fuera de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio en entidades españolas que realicen actividades en los sectores estratégicos (apartado 2).

Creo que conviene despejar, previamente, que el art. 7 de la Ley 19/2003 no parece haberse excedido en la habilitación contenida en el Derecho de la Unión,

primero, porque no establece por sí solo la suspensión, sino que faculta al Gobierno para decidirla cuando se den las circunstancias que en él se prevén y, segundo, porque la especificaciones sobre el ejercicio de poder público, la defensa nacional y la salud pública, que no está literalmente en el art. 63.1.b del Tratado UE, no vienen, a mi juicio a extender las dos razones de ese precepto (*orden público o seguridad pública*) en cuanto que se trata, sin duda, de supuestos englobables tanto en la primera como en la segunda razón.

La comprobación de que esas causas se han dado en el momento de dictarse la medida de suspensión no ofrece dudas, como el propio expone: una fortísima crisis sanitaria pandémica, de graves efectos para la salud pública, para el orden público social, político y económico y para la seguridad pública, tanto que condujo al Gobierno a decretar las decisiones excepcionales del estado de alarma previsto en el CE. En consecuencia, en este punto tampoco parece que haya problemas sobre la validez jurídica desde el punto de vista del Derecho de la Unión Europea de la adopción del art. 7 bis.

2.1. De la suspensión referida a sectores estratégicos

Dicho eso, pasamos a examinar la vertiente del art. 7 bis referida a las inversiones realizadas desde fuera de la Unión Europea y de la AELC en cuanto a los sectores determinados, que todos pueden considerarse estratégicos para la institucionalidad del Estado, la economía y la sociedad españolas, esto es, *que afecta no puedan afectar al orden público, seguridad pública y salud pública*. En cualquier caso, esa enumeración de sectores no es exhaustiva, pues el Gobierno, como ya se señaló, queda habilitado para ampliarla en el futuro (apartado 4 del art. 7 bis) a aquellos otros sectores que pudieran afectar a las mismas causas o razones ya aludidas.

Por todo lo dicho, hay que considerar ajustada a derecho la medida en cuanto a lo que se refiere a la protección de compañías españolas de sectores estratégicos y esto, porque como se ha dicho, dichos sectores se entienden afectados por el “orden público”.

Ahora bien, es importante hacer un inciso y es que, de acuerdo con la medida tomada por el Gobierno, si el intento de toma de control de una sociedad española proviniera de compañías domiciliadas en otros estados miembros de la UE, éste no se vería afectado por la norma que nos ocupa. Entiendo que el Gobierno no ha suspendido también estas inversiones porque ello debiera de ser decidido por la propia Unión Europea, en cuanto que afecta internamente, en el ámbito propio de la Unión, a la libre circulación de capitales. Esto resulta de gran relevancia, pues lo que se pretende evitar (tomas de control de empresas estratégicas españolas por inversores extranjeros aprovechando la pérdida de valor de aquéllas producida por la gravísima crisis del coronavirus) podría suceder igualmente si el inversor es de otro Estado miembro de la Unión. La “desnacionalización” de esa empresa se produciría igualmente. De ahí, creo, la necesidad de que la Unión Europea adopte medidas generales urgentes acerca de ese tipo de suspensión de la liberalización de inversiones “entre los Estados

miembros” y no sólo, como se ha hecho en España, “entre un Estado miembro e inversores de terceros Estados”.

2.2. De la extensión de la suspensión a los otros supuestos

En cuanto al segundo ámbito de aplicación de la norma (el referido a inversores extranjeros que se encuentren en determinados supuestos), sin embargo, la extensión de la suspensión del régimen de libre inversión a esos otros supuestos resulta más discutible. ¿Pone en peligro el orden público o la seguridad jurídica el que una empresa pública o un fondo soberano extranjero adquiera un 10% del capital de una sociedad española cuya actividad no está encuadrada en ningún sector estratégico? De similar forma, creo complicado establecer razones de orden público que se pueden esgrimir para impedir que un inversor extranjero que simplemente haya participado en actividades en los sectores que afecten a la seguridad o al orden público de otro Estado miembro no pueda adquirir una participación de control en una sociedad española de un sector no estratégico. Y un inversor que tenga un procedimiento administrativo abierto en contra en otro cualquier otro Estado miembro o no de la UE, ¿tiene que ver restringida su libertad de adquisición de una participación relevante en cualquier sociedad española? ¿Es igualmente lícito restringir la libertad de enajenación de su participación al accionista español que le quiera vender? Resulta más que dudoso defender que hay razones de orden público que pueden sostener estos supuestos y otros similares, y por tanto **permitir** la vulneración de los derechos de propiedad y libertad de empresa amparados por nuestra Constitución y los de libertad de establecimiento y libre circulación de capitales protegidos por el Tratado de la UE.

Como se podrá entender, la norma, en su finalidad relativa a la protección de sectores estratégicos, no solo es bien intencionada, sino muy razonable, oportuna y acorde a Derecho. Por contra, en su ánimo extensivo cabe sostener que se extralimita hasta el punto de que podría considerarse fuera de la habilitación que el Derecho Europeo establece.

3. DE LA APLICACIÓN DE LA SUSPENSIÓN DEL RÉGIMEN A SOCIEDADES NO COTIZADAS

También es muy cuestionable tanto la legalidad como la oportunidad económica de la extensión de la norma a todo tipo de sociedades. Nadie pone en duda que esta crisis está produciendo estragos en la capitalización bursátil de las compañías cotizadas españolas. Las bajadas en la cotización no tienen precedentes y, a pesar de la prohibición de operar con cortos que la CNMV estableció a partir del pasado día 18 de marzo y por un mes, las ventas realizadas producto del pánico han dejado muy debilitado el valor de la inmensa mayoría de las sociedades. Las multinacionales españolas se ven “especialmente vulnerables a la posibilidad de una OPA hostil por parte de inversores extracomunitarios cuyos mercados bursátiles no están sufriendo un comportamiento tan dramático como el español”, en expresión justificativa del preámbulo del RD-L 8/2020. Nada que objetar, por cierto y muy razonable. Ahora

bien, su extensión a las sociedades no cotizadas no resulta tan razonable y puede ser contraproducente en muchos casos. Especialmente vulnerables son algunas *start up* que ven cómo quedan reducidas sus posibilidades de financiarse a través de inversiones provenientes de Asia o Norteamérica. Asimismo, si respecto a sociedades de responsabilidad limitada de reducido tamaño que operen en los sectores estratégicos resultaría dudoso aplicarles las razones de orden público que son esgrimibles en grandes sociedades anónimas, más aún lo es respecto a transacciones que los socios de sociedades limitadas que no operan en sectores estratégicos pudieran llevar a cabo con empresas públicas de fuera de la UE o con inversores que tuvieran, como se ha dicho, algún procedimiento abierto en cualquier país.

Por último, cabe recordar que las sociedades cotizadas, al tener sus acciones negociadas en un mercado regulado, lógicamente se han visto sometidas a la brusca caída de la cotización de la acción. Sin embargo, las sociedades no cotizadas no tienen sus acciones o participaciones líquidas, sino que sus respectivos socios, si desean transmitirlos, tendrán que encontrar un posible adquirente que esté dispuesto a comprarlos. Si bien la crisis a la que nos enfrentamos reducirá el valor patrimonial de muchas de estas compañías, la eventual transmisión de la que fueran objeto estará sometida a la libre decisión de venta, no cabiendo los cambios de control que operan en cotizadas producto de ofertas públicas de adquisición de acciones.

Como se recordaba al comienzo de este artículo, la acción de oro nunca operó sobre sociedades no cotizadas, ya que precisamente se configuró como medida de protección del Estado para las sociedades públicas que se privatizaban y salían a bolsa. Por ello, esta nueva pseudo acción de oro que el Gobierno ha resucitado, podría ser calificada ahora como de "platino" por su mayor valor en su afán de extenderla a otros supuestos y quizá, a pesar de la habilitación que, en principio, podría parecer que el Derecho Europeo le otorga, puede acabar, respecto de las extralimitaciones ya indicadas, teniendo el mismo destino que la acción de oro tuvo frente al Tribunal de Justicia Europeo.