



FACULTAD DE DERECHO

**EL BLINDAJE DE LAS SOCIEDADES COTIZADAS FRENTE A INVERSIÓN
EXTRANJERA EN SECTORES ESTRATÉGICOS: ESCUDO ANTI-OPAS, LÍMITES
AL DERECHO DE VOTO Y PACTOS PARASOCIALES**

Autor: Guadalupe Baltar Arriola

5º E-3 A

Área de Derecho Mercantil

Tutor: Jesús Alberto de Martín Muñoz

Madrid | Abril 2024

RESUMEN

El control de inversión extranjera en España es una cuestión controvertida y ampliamente debatida. La reciente adquisición de un porcentaje del accionariado de Telefónica en septiembre de 2023 por parte de Saudí Telecom STC, controlada por un gobierno extranjero, ha avivado el debate en materia de seguridad nacional. Ante los riesgos que puede suponer una entrada no deseada de un inversor extranjero, las empresas anónimas cotizadas en España tienen a su disposición mecanismos de blindaje. El presente Trabajo de Fin de Grado (TFG) hace un análisis de los principales mecanismos de protección del capital nacional frente inversores indeseados, centrándose en cotizadas españolas que operan en sectores estratégicos, sectores que por su importancia para cubrir necesidades básicas requieren de una especial protección, como el sector energético o de telecomunicaciones. En primer lugar, se lleva a cabo un análisis de la proporcionalidad y suficiencia del escudo antiopas, medida introducida por el Gobierno de España en marzo de 2020 consistente en una autorización previa, y que suspende el régimen de liberalización en materia de inversión extranjera en España. En segundo lugar, se examinan otros mecanismos de blindaje de las sociedades cotizadas desde el punto de vista del Derecho de Sociedades, así como su relevancia en la práctica societaria: las cláusulas limitativas del derecho de voto y los pactos parasociales.

PALABRAS CLAVE: sectores estratégicos, inversión extranjera, escudo antiopas, pactos parasociales, límites al derecho de voto.

ABSTRACT

Foreign Direct Investment (FDI) control in Spain is a controversial and widely debated issue. The recent acquisition of a stake of the shares in Telefónica S.A. in September of 2023 by Saudi Telecom STC, controlled by a foreign government (Saudi Arabia), has reawakened the debate on national security. Faced with the risks posed by unwanted foreign investors, publicly traded companies in Spain have multiple mechanisms available in its legal body to protect themselves. This *Trabajo de Fin de Grado* (TFG) analyzes the main mechanisms at listed company's disposal for protecting national capital against unwanted investors, focusing on Spanish listed companies operating in strategic sectors, specific sectors that require special protection due to their importance in meeting basic needs for social life, such as the energy or telecommunications sectors. In the first place, an analysis is carried out on the proportionality and sufficiency of the "*escudo antiopas*", a measure established by the Spanish government in March of 2020 consisting of an authorization, which meant the suspension of the liberalization regime on Foreign Direct Investment in Spain. Secondly, other protection mechanisms for listed companies are examined from the perspective of Corporate Law, as well as their relevance in corporate practice: voting rights limiting clauses in listed companies and public shareholder agreements.

KEY WORDS: strategic sectors, Foreign Direct Investment, anti-takeover shield, shareholder agreements, limitation clauses on voting rights.

ÍNDICE

LISTADO DE ABREVIATURAS	7
I. INTRODUCCIÓN	8
1. CUESTIÓN OBJETO DE ESTUDIO	8
2. ANTECEDENTES: LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN ESPAÑA.....	8
3. OBJETIVOS PERSEGUIDOS	10
4. METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA	10
II. MARCO TEÓRICO: REGULACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS	11
III. ESCUDO ANTIOPAS: SUSPENSIÓN DEL RÉGIMEN DE LIBERALIZACIÓN DE INVERSIONES EXTRANJERAS	12
1. MOTIVACIÓN DE LA MEDIDA: LA PANDEMIA DEL COVID-19	13
2. REGULACIÓN JURÍDICA: RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN PREVIA	14
2.1. Cuestiones generales	14
2.2. Ámbito de aplicación: sectores estratégicos	17
2.3. Características del investor	18
2.4. Datos agregados de operaciones sujetas a control de inversiones	21
3. ANÁLISIS CRÍTICO	22
3.1. Argumentos a favor del control de inversiones	22
3.2. Argumentos en contra del control de inversiones	23
3.3. Suficiencia del régimen de control de inversiones	25
IV. OTROS MECANISMOS DE PROTECCIÓN	26
1. CLÁUSULAS LIMITATIVAS DEL DERECHO DE VOTO DEL ACCIONISTA	26
1.1. Regulación jurídica: Ley de Sociedades de Capital	26
1.2. Uso en la práctica societaria	29

2.	PACTOS PARASOCIALES	31
2.1.	Pactos parasociales: conceptos generales.....	32
2.2.	Publicidad de los pactos parasociales en las sociedades cotizadas.....	33
V.	CONCLUSIÓN	35
VI.	BIBLIOGRAFÍA.....	40
1.	LEGISLACIÓN	40
2.	JURISPRUDENCIA.....	40
3.	OBRAS DOCTRINALES	41
4.	RECURSOS DE INTERNET	42

LISTADO DE ABREVIATURAS

AELC - Asociación Europea de Libre Comercio

CiU – Convergencia y Unión

IED – Inversión Extranjera Directa

LSC – Ley de Sociedades de Capital

PP – Partido Popular

PSOE – Partido Socialista Obrero Español

RD – Real Decreto

STC – Saudi Telecom Company

TJUE – Tribunal de Justicia de la Unión Europea

UE – Unión Europea

I. INTRODUCCIÓN

1. CUESTIÓN OBJETO DE ESTUDIO

La reciente adquisición de parte del accionariado de la empresa Telefónica por el gigante Saudi Telecom Company (STC) ha avivado el debate sobre el control de las inversiones extranjeras en España, especialmente en sectores estratégicos de interés general. El presente Trabajo de Fin de Grado tiene como finalidad el estudio de los diferentes mecanismos que tienen a su disposición las sociedades cotizadas, especialmente aquellas que operan en sectores estratégicos, en España para proteger su capital social frente a adquisiciones del accionariado por parte de empresas extranjeras. Este trabajo se centra en sectores que, por su importancia social son claves para el interés general, como la defensa nacional, el sector de las telecomunicaciones o el sector energético.

A lo largo del trabajo, se expondrán y examinarán diferentes mecanismos de control que se encuentran regulados en nuestro ordenamiento jurídico. Se pondrá especial atención en el estudio del llamado escudo antiopas introducido por el Gobierno de España en marzo de 2020 a través de la modificación de 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 su posterior desarrollo reglamentario a través del Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre Inversiones Extranjeras.

Asimismo, se estudiarán otros mecanismos de blindaje de las cotizadas españolas, poniendo especial atención en dos mecanismos ampliamente utilizados en la práctica societaria. Por un lado, se analizará la medida consistente en la limitación de los derechos de voto de los accionistas en cotizadas españolas. Esta medida permite limitar la intervención de inversores extranjeros en las decisiones de los accionistas en junta. Además, se examinará la utilización de los pactos parasociales, o contratos entre socios ajenos a los estatutos sociales.

2. ANTECEDENTES: LA INVERSIÓN EXTRANJERA EN ESPAÑA

Según datos de la UNCTAD¹ de 2022, España ocupa el duodécimo puesto en la lista de países con mayor volumen de inversión extranjera directa entrante. España registró una inversión extranjera

¹ Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo (*United Nations Conference on Trade and Development* en inglés).

(*Foreign Direct Investment inflow*) de 35 miles de millones de dólares en 2022, 13 más que en 2021, año el que ocupó el puesto decimoséptimo en el ranking mundial (UNCTAD, 2023, p. 8). Para el tercer trimestre de 2023, los datos proporcionados por el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa nos indican que España ha mejorado su posición en inversión extranjera conforme a 2022, registrando una cantidad de 21.232 millones de euros en los nueve primeros meses de 2023 (Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, 2023). Los últimos datos proporcionados por el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa nos indican que en 2023 la IED se redujo a 28.215 millones de euros (La Moncloa, 2024).

El presente TFG versa sobre sectores estratégicos, por lo que es menester analizar el origen de la inversión extranjera en España. Según datos proporcionados por el Banco de España, la principal fuente de inversión proviene de Estados Unidos, Reino Unido y otros países de la Unión Europea como Alemania o Francia. La mayoría de las inversiones se realizan a través de países intermediarios como Luxemburgo y Países Bajos, países en los que se constituyen un gran número de entidades holding (Badás Arangüena, 2021, p. 12). En cuanto al destino de las inversiones por Comunidad Autónoma, la Comunidad de Madrid ocupa el primer puesto en recepción de capital extranjero; le siguen Cataluña y la Comunidad Valenciana² (La Moncloa, 2024).

Los datos reflejan que España está generando una importante atracción de capital extranjero, lo que promueve una mayor creación de riqueza y en última instancia, un mayor crecimiento económico. Sin embargo, es necesario poner en una balanza por un lado la creación de riqueza derivada de la globalización y el libre movimiento de capitales, y, por otro lado, la seguridad nacional y la garantía del suministro de bienes básicos para la vida de los ciudadanos. La pandemia del COVID-19 ha puesto de manifiesto que un shock en las cadenas de suministro a nivel mundial puede tener efectos negativos en la salud y seguridad de las personas (como, por ejemplo, con el suministro de las vacunas del COVID-19) (Galdón et al., 2023). El segundo shock por el lado de la oferta derivó del estallido de la Guerra de Ucrania en el seno de Europa. A raíz del conflicto, los precios de materias primas como el petróleo o el gas se encarecieron, ocasionando un impacto negativo en las economías energéticamente dependientes como España (Law&Trends, 2023).

² Datos proporcionados por el Gobierno de España sobre la IED en 2023.

En definitiva, en un contexto marcado por los conflictos geopolíticos y enormes problemas en las cadenas de suministro a nivel global, es necesario plantear escenarios en los que se ejerza por parte de autoridades y gobiernos el control efectivo de las inversiones extranjeras. En última instancia, el control de inversiones es importante porque protege el interés general de los ciudadanos, que necesitan el suministro de bienes de primera necesidad como agua y alimentos, energía, material sanitario, infraestructuras y las telecomunicaciones.

3. OBJETIVOS PERSEGUIDOS

Los objetivos perseguidos en este Trabajo de Fin de Grado se dividen en objetivos primarios y objetivos secundarios. El objetivo principal de este trabajo es exponer mecanismos de protección de capital que tienen a su disposición las sociedades cotizadas en España en sectores estratégicos.

En cuanto a los objetivos secundarios, este trabajo pretende estudiar en profundidad la motivación, proporcionalidad y suficiencia del llamado escudo antiopas introducido por el Gobierno de España en marzo de 2020 a través de la modificación de 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 su posterior desarrollo reglamentario a través del Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre Inversiones Extranjeras. Asimismo, este trabajo tiene como objetivo identificar qué medidas tienen cabida en el marco jurídico del Derecho de Sociedades para la protección de los intereses estratégicos de España.

4. METODOLOGÍA Y ESTRUCTURA

En el estudio de la cuestión, se llevará a cabo un análisis jurídico de la legislación vigente que regula las inversiones extranjeras. Además, para el estudio de la proporcionalidad y suficiencia del control de las inversiones extranjeras en España, se llevará a cabo una recopilación de datos, y el estudio de casos concretos en los que se haya aplicado el control de inversión extranjera por parte del Gobierno de España.

El presente trabajo de fin de grado se estructura en tres partes. La primera parte del trabajo consiste en un marco teórico, donde se expone la regulación actual del régimen jurídico de las inversiones extranjeras en España, recogido en 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.

La segunda parte del trabajo analiza en profundidad la medida del escudo antiopas, el régimen de autorización previa de inversiones extranjeras introducido por el gobierno en 2020, por la novedad jurídica que supone (el desarrollo reglamentario se introdujo en julio de 2023 y entró en vigor en septiembre de 2023). Se estudia la motivación del Gobierno de España para la aprobación de la medida, y el régimen jurídico de la medida: las cuestiones generales, el ámbito de aplicación y las características del inversor. Además, en este apartado se analizan los datos agregados publicados por el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa de las operaciones que ya han sido sujetas a control por parte del gobierno de España.

La tercera parte del trabajo consiste en un estudio de otros mecanismos de protección del accionariado español frente a inversiones extranjeras. Como se ha mencionado anteriormente, en este apartado se estudiarán otras formas de protección de las cotizadas españolas frente a inversiones en sectores estratégicos en España como la limitación del derecho de voto y los pactos parasociales.

II. MARCO TEÓRICO: REGULACIÓN DEL RÉGIMEN DE LAS INVERSIONES EXTRANJERAS

La regulación jurídica del régimen de inversiones extranjeras se encuentra recogida en 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 -en adelante, Ley 19/2003- ; y su desarrollo en el Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre Inversiones Extranjeras, que sustituye al anterior Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, sobre Inversiones Exteriores.

El régimen de inversiones extranjeras en España se construye sobre disposiciones de los Tratados de la Unión Europea. En virtud del artículo 63 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, los Estados miembros tienen derecho a hacer inversiones extranjeras, y quedará prohibida toda restricción que tenga como fin imposibilitar el movimiento de capitales entre Estados miembros y entre Estados miembros y terceros. Ahora bien, la excepción a esta libertad

absoluta se encuentra en el artículo 65 del TFUE, que determina que las autoridades de los Estados miembros podrán sujetar estos movimientos de capital a restricciones en determinados supuestos. Los Estados miembros podrán “*establecer procedimientos de declaración de movimientos de capitales a efectos de información administrativa o estadística o tomar medidas justificadas por razones de orden público o de seguridad pública*”³.

De esta manera, el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea establece una libertad absoluta de carácter económico para los estados y a la vez la posibilidad de que los estados restrinjan esta libertad por razones de interés general, de seguridad o de orden público, como por ejemplo en materia de defensa (Barredo & Canseco, 2023). Como establece el preámbulo de la Ley 19/2003, se trata de una liberalización de las operaciones de inversión, y a la vez, se contempla una posible suspensión del régimen de liberalización para determinadas operaciones. Las disposiciones europeas se plasman en la Ley 19/2003.

En cuanto al desarrollo reglamentario de la Ley 19/2003, este se encuentra en el Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre Inversiones Extranjeras, que sustituye al derogado Real Decreto 664/1999, de 23 de abril, sobre Inversiones Exteriores. La promulgación de la nueva regulación en julio de 2023, y que entró en vigor en septiembre de 2023 surge ante la necesidad de aprobar un nuevo Real Decreto que reflejara la nueva realidad económica del momento y que otorgara mayor seguridad jurídica.

En línea con las disposiciones europeas del Tratado de Funcionamiento de la UE, el artículo 7 de la Ley 19/2003 consagra la suspensión del régimen de liberalización de inversiones extranjeras. El Gobierno podrá suspender el régimen de liberalización por el cual se permite la libre inversión en aquellos supuestos en los que, por su naturaleza, forma o condiciones, la operación afecte a actividades relacionadas con el ejercicio de poder público, la defensa nacional, o actividades que pongan el peligro el orden público, la seguridad y la salud públicas.

III. ESCUDO ANTIOPAS: SUSPENSIÓN DEL RÉGIMEN DE LIBERALIZACIÓN DE INVERSIONES EXTRANJERAS

³ Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Versiones consolidadas. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 83, de 30 de marzo de 2010.

En marzo de 2020, como consecuencia de la pandemia del Covid-19, el Gobierno de España modificó el régimen de inversiones extranjeras, introduciendo un sistema de **autorización previa** del Gobierno para determinadas operaciones de inversión. En este apartado, se analizará la motivación de la medida y las principales cuestiones respecto a su regulación; esto es: conceptos, ámbito de aplicación y características del inversor.

1. MOTIVACIÓN DE LA MEDIDA: LA PANDEMIA DEL COVID-19

La pandemia del COVID-19 ocasionó una profunda crisis económica y financiera en el mercado español. El mercado de valores en España se vio especialmente afectado, con la caída de la cotización de los valores más importantes. El 19 de febrero de 2020, el IBEX-35 cotizaba a 10.083,60 euros. La cotización del índice bursátil continuó descendiendo de 8.910 el 4 de marzo de 2020, a su mínimo en el mes en 6.107,2 el 16 de marzo de 2020 (Datosmacro.com, s. f.). Se trataba de un escenario muy atractivo ante los ojos de los inversores extranjeros.

Con el fin de intentar generar una respuesta coordinada por parte de todos los Estados Miembros, la Comisión Europea emite un comunicado el 13 de marzo de 2020⁴ en el que, además de abordar la grave crisis sanitaria y la prevención de los contagios, advierte de los riesgos económicos de la pandemia: problemas en las cadenas de suministro a nivel mundial, shocks en la oferta y volatilidad en los mercados. Por ello, en el comunicado se invita a los países miembros a tomar cualquier medida necesaria para garantizar la seguridad nacional, como, por ejemplo, la aprobación de medidas para el control de Inversión Extranjera Directa (FDI).

El Gobierno de España, entonces presidido por Pedro Sánchez, decidió intervenir en el mercado a través de la modificación de la Ley/2003, introduciendo en su artículo 7 bis el denominado “escudo antiopas”, consistente en una **autorización administrativa**. La modificación se dio a través del Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y financiero del COVID-19. El preámbulo de la ley motiva el cambio en la vulnerabilidad en la que se encontraron las empresas cotizadas españolas ante las caídas de su

⁴ Comisión Europea. (13 de marzo de 2020). Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Banco Europeo de Inversiones y al Eurogrupo. Respuesta económica coordinada al brote de COVID-19. (COM/2020/0112). Recuperado el 9 de abril de 2024 de https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:91687006-6524-11ea-b735-01aa75ed71a1.0004.02/DOC_1&format=PDF

valor en Bolsa y en la necesidad de proteger los valores bursátiles de posibles adquisiciones dañinas para los intereses de España.

Esta autorización administrativa previa es conocida comúnmente como el escudo antiopas, y tiene como finalidad proteger el capital social español de sectores especialmente delicados y de interés general. Es importante hacer constar que la denominación “escudo antiopas” no es la más apropiada, ya que la regulación afecta tanto a las empresas cotizadas, y por tanto sujetas a la regulación de las ofertas públicas de adquisición, como a las no cotizadas, no sujetas a la regulación de las OPAs (Mateos, 2023).

La reforma ha suscitado opiniones muy diversas, divididas entre aquellos que consideran que el artículo 7 bis supone una traba más a la atracción de inversores y un freno al capital extranjero, y entre aquellos que adoptan una visión más cautelosa ante el actual escenario geopolítico y económico (Gutiérrez Cantos, 2023). La entrada del gigante tecnológico Saudi Telecom Company (en adelante, STC) en el accionariado de Telefónica en septiembre de 2023 también ha avivado el debate y ha encendido las alarmas en materia de seguridad nacional.

Aunque inicialmente se introdujo la medida con carácter transitorio debido a la crisis económica y financiera, tanto la introducción *ex novo* del artículo 7 bis como su posterior desarrollo reglamentario en 2023 manifiestan su carácter de permanencia (Gutiérrez Cantos, 2023).

2. REGULACIÓN JURÍDICA: RÉGIMEN DE AUTORIZACIÓN PREVIA

2.1. Cuestiones generales

En primer lugar, se expondrán las disposiciones de la Ley 19/2003 relativas a la nueva medida (art.7 bis), para posteriormente introducir las particularidades del desarrollo reglamentario (RD 571/2023).

El artículo 7 bis de la Ley 19/2003 dicta que el Gobierno de España deberá autorizar aquellas inversiones extranjeras que tengan como finalidad adquirir una participación de al menos el **diez por ciento** del capital social de una sociedad en España, siempre que provengan de residentes de países fuera de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio, o bien de residentes de Estados miembros de la Unión Europea controlados por residentes de terceros países,

cuando el control suponga más de un 25% del accionariado o de los derechos de voto (art. 7.1 bis de la Ley 19/2003).

La autorización administrativa previa será obligatoria en caso de afectar a alguno de los siguientes sectores (art. 7.2 bis): de infraestructuras críticas, de tecnologías críticas (telecomunicaciones, de inteligencia artificial, robótica, ciberseguridad, tecnologías aeroespaciales, de defensa, entre otras), de suministro de insumos fundamentales, de acceso a información sensible y de medios de comunicación. El apartado 2 del artículo 7 bis no define en profundidad cada uno de estos sectores, problema que se solucionó con la aprobación del Real Decreto de 2023 (Gutiérrez Cantos, 2023, p. 9).

El artículo 7.3 bis establece tres supuestos en los que también queda suspendido el régimen de liberalización de inversiones. En primer lugar, se requerirá autorización previa en aquellas operaciones en los que los inversores estén controlados directa o indirectamente por gobiernos extranjeros o fuerzas armadas. El segundo supuesto se da si el inversor extranjero ha participado en actividades que afecten a la seguridad u orden público en otro Estado Miembro. En tercer lugar, quedarán sujetas al régimen de autorización previa aquellas inversiones en las que el inversor está involucrado en actividades ilegales o ilícitas, *“que afecten a la seguridad pública, orden público o salud pública en España”* (art.7.3 bis).

Debido a la gran cantidad de dudas interpretativas (Barredo & Canseco, 2023) y con el fin de dotar de carácter permanente a la medida, el gobierno aprobó en julio de 2023 el nuevo desarrollo reglamentario, el RD 571/2023, derogando el anterior Real Decreto, alegando en la exposición de motivos las siguientes razones. El RD 571/2023 entró en vigor en septiembre de 2023.

En primer lugar, el legislador considera que la regulación de las inversiones no se ajusta a la nueva realidad económica y financiera. Se incluyen nuevas operaciones que no estaban reguladas en el anterior Real Decreto y se suprime la obligación de declarar aquellas inversiones que no tengan como finalidad influir en el control social (categoría de las inversiones de carteras).

En segundo lugar, surge la necesidad de modificar el Real Decreto de 1999 por la entrada en vigor en 2020 del Reglamento de la Unión Europea 2019/451 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de marzo de 2019, por el que se establece un marco para el control de las inversiones extranjeras

directas en la UE. Este reglamento establece que para examinar si una inversión extranjera afecta al orden público, se deberá estudiar el impacto de la adquisición en determinados sectores estratégicos: *de infraestructuras y tecnologías críticas, suministro de insumos fundamentales como la energía, o el acceso a información sensible*⁵. A través de este Reglamento, el legislador europeo permite que los Estados miembros discriminen a aquellos inversores extranjeros controlados por determinados gobiernos o que realicen actividades ilegales.

En tercer lugar, a raíz de la pandemia del Covid-19, el gobierno de España sacó adelante numerosos Reales Decretos con paquetes de medidas anticrisis con el fin de paliar los negativos efectos económicos. En este sentido, el Real Decreto-ley 11/2020, de 31 de marzo, establecía un procedimiento simplificado en materia de operaciones de inversión extranjeras.

A la luz de los motivos expuestos, teniendo en cuenta la nueva realidad económica y financiera y la necesidad de un nuevo régimen con menos trabas y más seguridad jurídica, el gobierno decidió promulgar el Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre Inversiones Extranjeras, sobre el que entraré a analizar en profundidad, y derogar el de 1999. La mayoría de la doctrina coincide en que era necesaria una norma que condujera a una mayor seguridad jurídica, en especial en la definición concreta de los sectores estratégicos sujetos a autorización previa (Gutiérrez Cantos, 2023, p. 9). Ignacio Hornedo, socio de Corporate y M&A de Allen & Overy considera que era necesaria una medida que “*concretara y mejorara tanto la delimitación de su ámbito de aplicación*” (Casado, 2023). La aprobación de esta norma también refleja el carácter de permanencia de la suspensión del régimen de liberalización de inversiones extranjeras (Almenar et al., 2023).

En cuanto al contenido del reglamento, el RD 571/2023 dedica la Sección 4.^a a la regulación de determinados ámbitos sectoriales: la Defensa Nacional, las actividades directamente relacionadas con armas, cartuchería, artículos pirotécnicos y explosivos de uso civil u otro material de uso por los Cuerpos y Fuerzas de Seguridad del Estado, y las adquisiciones de inmuebles de destino diplomático de Estados no miembros de la Unión Europea.

En materia de seguridad nacional, el artículo 18 establece que también estarán sujetas al régimen de autorización previa aquellas operaciones que afecten a la Defensa Nacional, como por ejemplo

⁵ Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre inversiones exteriores. *Boletín Oficial del Estado*, 159, de 5 de julio de 2023.

el suministro de equipos, sistemas y servicios a las Fuerzas Armadas para llevar a cabo sus labores militares. Para estos supuestos, se rebaja el umbral del diez por ciento del capital social al cinco por ciento, siempre que no se intente tomar control del órgano de administración. Estará también exenta de autorización administrativa aquellas tomas de control de entre el cinco y el diez por ciento del capital social cuando haya existido una notificación a las autoridades competentes citadas en el RD (Dirección General de Armamento y Material y a la Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones), que resolverá el Consejo de ministros, y siempre que haya compromiso de no ejercer los derechos de voto ni formar parte del órgano de administración.

El artículo 9 del RD 571/2023 recoge la posibilidad de realizar una consulta voluntaria a las empresas que vayan a realizar una inversión en España con el fin de conocer si aplica o no la suspensión del régimen de liberalización de inversiones, y, por ende, si es necesario o no someterse a una autorización previa. Los receptores de la consulta, la Dirección General de Comercio Internacional e Inversiones del Ministerio de Industria, Comercio y Turismo, o la Dirección General de Armamento y Material del Ministerio de Defensa si se trata de cuestiones de defensa nacional, deberán dar respuesta a la misma en un plazo de 30 días. La aprobación de este Real Decreto ha sido de gran utilidad para formalizar el procedimiento de la consulta voluntaria (Casado, 2023).

2.2. Ámbito de aplicación: sectores estratégicos

Como dicta el artículo 7.2 bis, la autorización administrativa previa será obligatoria en caso de afectar a alguno de los siguientes sectores: de infraestructuras críticas -energía, agua, telecomunicaciones-, de tecnologías críticas -telecomunicaciones, de inteligencia artificial, robótica, ciberseguridad, tecnologías aeroespaciales, de defensa, entre otras-, de suministro de insumos fundamentales, de acceso a información sensible y de medios de comunicación.

Una de las principales críticas de la regulación del escudo antiopas con su aprobación fue la falta de delimitación del ámbito material de la ley: qué se entendía por sector estratégico y qué sectores se excluían de la necesidad de autorización administrativa (Gutiérrez Cantos, 2023, p. 9). Por ello, para dotar de una mayor seguridad jurídica, con la aprobación del nuevo RD 571/2023, se incluye en el extenso artículo 15 una definición de cada uno de los sectores estratégicos numerados en el apartado segundo el ar. 7 bis. Por ejemplo, en materia de insumos fundamentales, el artículo 15

del RD 571/2023, se ponen ejemplos concretos de insumos energéticos indispensables (gases renovables, hidrocarburos...).

En este apartado nos podemos preguntar algunas cuestiones. En primer lugar, se suscita la duda de si la lista es *numerus apertus* o *numerus clausus*. Algunos juristas consideran que no es una lista cerrada, sino que podrían entenderse incluidas algunas inversiones que tengan incidencia sobre sectores delicados (Barredo & Canseco, 2023). Otra cuestión que se plantea es si también quedan sujetas a la autorización previa aquellas empresas cuya vinculación con estos sectores sea marginal. Barredo y Canseco (2023) consideran que, a pesar de que las normas limitadoras de derechos deben interpretarse de manera restrictiva, sí puede quedar sujeta por tratarse de un sector estratégico.

Sobre la correcta delimitación de los sectores estratégicos, los expertos coinciden en que la delimitación de los sectores estratégicos es adecuada y que el catálogo introducido por el RD 571/2023, necesario para otorgar una mayor seguridad jurídica, es suficiente (Law&Trends, 2023). En todo caso, parece que el artículo 7.3. c) funciona como cajón de sastre, ya que establece que en todo caso aquellas inversiones “*que afecten a la seguridad pública, orden público o salud pública en España*” también estarán sujetas al escudo antiopas.

2.3. Características del investor

Desde un punto de vista subjetivo, quedarán sujetos a la autorización administrativa previa los inversores que son residentes de países fuera de la Unión Europea o de la Asociación Europea de Libre Comercio (AELC), y los inversores residentes en Estados miembros de la Unión Europea o en países que formen parte de la AELC, pero cuyo titular real resida fuera de la UE o de la AELC (art. 7.1 bis Ley 19/2003). Este segundo grupo pretende controlar aquellas inversiones que realice un empresario de un tercer estado a través de una sociedad instrumental constituida en la Unión Europea; es decir, tiene un fin anti-alusivo (Barredo & Canseco, 2023). La regulación española habla, en cambio, de titularidad real.

A este respecto, es importante traer a colación el asunto Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. contra Innovációs és Technológiai Miniszter (asunto C-106/22). Esta sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea responde a una cuestión prejudicial presentada por un tribunal

húngaro, y fija importantes criterios en materia de inversiones extranjeras. Xella Magyarország es una sociedad húngara que se dedica a la fabricación de productos de construcción. La particularidad de esta empresa es que es propiedad al 100% de una sociedad de Alemania, que a la vez está participada por una sociedad luxemburguesa. Esta última es propiedad del grupo Lone Star, sito en Bermudas, que en última instancia es propiedad de una sociedad irlandesa.

La sociedad húngara (controlada por un tercer país no miembro de la UE) adquiere el 100% de Janés és Társa, sociedad húngara dedicada a la extracción de materiales de construcción como la grava, arena y arcilla. Sin embargo, el Ministro competente prohíbe la operación por motivos de interés nacional, alegando que la adquisición suponía un riesgo para la seguridad en el suministro de las materias primas. El TJUE alega que la prohibición supone una restricción a la libertad de establecimiento de la sociedad húngara Xella Magyarország y que una restricción a este derecho *“solo es admisible a condición de que la medida nacional de que se trate responda a una razón imperiosa de interés general, sea adecuada para garantizar la realización del objetivo que persigue y no vaya más allá de lo necesario para alcanzarlo”*⁶. Dicho de otro modo, debe responder a principios de proporcionalidad y necesidad.

Por otro lado, el TJUE interpreta que la actividad de la sociedad adquirida no se puede calificar como estratégica y que, por tanto, no puede entenderse que la operación constituya una amenaza real al suministro de materiales en el sector de la construcción. Por todo ello, el TFUE concluye y responde a la cuestión prejudicial de la siguiente manera: ninguna norma de control de las inversiones extranjeras por parte de sociedades registradas en Estados miembros puede limitar el derecho de libertad de establecimiento recogido en el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea, incluso si esta sociedad está controlada por accionistas residentes fuera de la Unión Europea⁷.

⁶ Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda) de 13 de julio de 2023. Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. contra Innovációs és Technológiai Miniszter, apdo. 60.

⁷ Sentencia del Tribunal de Justicia (Sala Segunda) de 13 de julio de 2023. Xella Magyarország Építőanyagipari Kft. contra Innovációs és Technológiai Miniszter, apdo. 74.

Esta sentencia es importante en materia de inversiones extranjeras porque matiza lo dispuesto en el artículo 7.1 b) bis de la Ley 19/2003⁸, de manera que, independientemente de la titularidad real del accionariado de la sociedad, habrá que alegar una causa suficiente de interés general para poder prohibir cualquiera operación dentro del territorio de la Unión.

También estarán sujetas a autorización administrativa previa aquellas inversiones que provengan de residentes en Estados miembros de la UE o países de la AELC hasta el 31 de diciembre de 2024 (fecha que se ha prorrogado en tres ocasiones (Romero Sánchez, 2022)). Se trata de una medida adicional y transitoria introducida a través del Real Decreto-ley 34/2020, de 17 de noviembre, de medidas urgentes de apoyo a la solvencia empresarial y al sector energético, y en materia tributaria. Esta medida se aplicará a inversiones extranjeras realizadas sobre empresas que cotizan en España o sobre empresas no cotizadas si el valor de la inversión supera los 500 millones de euros.

La medida en un principio solo afectaba a aquellas inversiones provenientes de países fuera de la Unión Europea. Sin embargo, el gobierno estableció este régimen transitorio, alegando en la exposición de motivos de la norma: *“Puesto que la situación provocada por el COVID-19 se mantiene, a través de la disposición transitoria única se establece un régimen transitorio”* (Barredo & Canseco, 2023), de forma que se incluye dentro del ámbito subjetivo de la norma a países de la UE o de al AELC.

Además, como se ha introducido en el apartado cuestiones generales, también quedarán suspendidas del régimen de liberalización de inversiones extranjeras aquellas inversiones en que la empresa esté controlada directa o indirectamente (a través de financiación, por ejemplo) por un gobierno de un tercer estado; aquellas inversiones que afecten a la seguridad y salud públicas; y las realizadas por empresas involucradas en algún tipo de actividad delictiva o ilegal, con especial atención en delitos económicos.

⁸ Letra b): Que se realicen por residentes de países de la Unión Europea o de la Asociación Europea de Libre Comercio cuya titularidad real corresponda a residentes de países de fuera de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio. Se entenderá que existe esa titularidad real cuando estos últimos posean o controlen en último término, directa o indirectamente, un porcentaje superior al 25% del capital o de los derechos de voto del inversor, o cuando por otros medios ejerzan el control, directo o indirecto, del inversor.

2.4. Datos agregados de operaciones sujetas a control de inversiones

Según datos publicados por el Ministerio de Economía, Comercio y Empresa⁹, en 2020 fueron 29 las operaciones que se sometieron a autorización previa (Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, s.f.a), mientras que en 2021 el número ascendió a 55 operaciones (Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, s.f.b). En 2022, se registraron 98 solicitudes de autorización previa, lo que implica un aumento del 78% respecto al año anterior (Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, s.f.c).

En 2020, año en el que se entra en vigor la medida, todas las operaciones fueron autorizadas, si bien una de ellas con medidas de mitigación de riesgos. De las 29 operaciones, 27 provenían de inversores no residentes en la Unión Europea, principalmente de Estados Unidos y China. En 2021, al igual que el año anterior, se autorizaron todas las operaciones, si bien 6 de ellas con medidas de mitigación de riesgos. En cuanto al origen de la inversión, la mayor parte de las operaciones provenían de países fuera de la Unión Europea, entre ellos Estados Unidos, China o Reino Unido. Por último, en 2022, todas las operaciones fueron aceptadas a excepción de una, por no ser imposible introducir las medidas de mitigación de riesgos necesarias; de las 98 solicitudes, 9 de ellas fueron autorizadas con medidas de mitigación de riesgos. El origen de las inversiones es similar al de los años anteriores, siendo los principales actores Estados Unidos y Reino Unido.

El Ministerio de Economía, Comercio y Empresa enumera alguna de las medidas de mitigación de riesgos que se introdujeron: limitación de la información sensible, garantía de suministro de bienes y servicios esenciales u obligación por parte del inversor de proporcionar información periódica. Todavía no se cuenta con datos de 2023, año en el que entra en vigor el esperado RD 571/2023 y que proporciona estabilidad y permanencia a la medida.

Con respecto a los sectores estratégicos sobre los que recaen las inversiones sometidas a autorización previa, en 2020 un 44,8% de las operaciones fueron revisadas por el control de un gobierno de un tercer estado; en 2021, la mayor parte de las operaciones se dieron en el sector

⁹ Todos los datos que se muestran en el presente apartado provienen de datos oficiales del Ministerio de Economía, Comercio y Empresa.

tecnológico y de insumos fundamentales, y en 2022, el sector predominante fue el sector de las comunicaciones.

En cuanto a las consultas voluntarias del artículo 9 de la RD 571/2023, en 2020, 2021 y 2022 se registraron respectivamente 334, 231 y 174 consultas previas a la inversión. Según el Ministerio, esto demuestra que ha disminuido la incertidumbre respecto a la nueva medida y que los criterios de aplicación a algunos casos son extrapolables a otros supuestos de inversión.

Recientemente, el Gobierno, que a redacción de este TFG está presidido por Pedro Sánchez, ha autorizado la entrada de la extranjera GCE BidCo en Opdenenergy Holding («El Consejo de Ministros autoriza la inversión extranjera de GCE BidCo en Opdenenergy Holding», 2024).

3. ANÁLISIS CRÍTICO

Una vez expuestas las principales cuestiones con relación a la regulación del escudo antiopas (concepto, ámbito de aplicación y características del inversor), en este apartado se llevará a cabo un análisis crítico sobre la proporcionalidad y la suficiencia de la medida del escudo antiopas en España para la protección de los intereses generales del país.

La entrada del gigante de telecomunicaciones STC, controlado por el gobierno de Arabia Saudí, en el accionariado de Telefónica ha avivado el debate sobre la suficiencia del escudo antiopas. En septiembre de 2023, STC adquirió una participación de un 4,9% del capital de Telefónica; al mismo tiempo, adquirió instrumentos financieros que le dan exposición económica sobre un 5% adicional del accionariado (Muñoz, 2023). La razón por la que la compra fue de un 4,9%, sin llegar al límite del 5% fue para esquivar la aprobación del ejecutivo, necesaria por razones de seguridad nacional, según establece el artículo 18 del RD 571/2023.

3.1. Argumentos a favor del control de inversiones

Como se ha expuesto previamente, el fin último del régimen de autorización previa es garantizar la seguridad y el orden público. El control de inversiones extranjeras a través de la autorización previa es una medida que permite contrarrestar los efectos negativos de la globalización (Galdón et al., 2023), para garantizar el suministro de los servicios esenciales. La globalización ha tendido siempre a la búsqueda de eficiencias, y los países tienden a especializarse en aquello en lo que tienen una ventaja competitiva, e importan aquellas materias primas con las que no cuentan.

En un mundo donde los países son enormemente dependientes desde un punto de vista del suministro de materias primas esenciales, es necesario garantizar la seguridad de los ciudadanos frente a shocks de la oferta como los acaecidos con la guerra de Ucrania (Galdón et al., 2023). Este shock se materializó en subidas en el precio de los principales productos energéticos (petróleo y gas), afectando a la seguridad nacional ya que la energía es un bien básico necesario para el correcto funcionamiento de una sociedad. Del mismo modo, el cierre por los confinamientos en 2020 produjo cuellos de botella en las cadenas de suministro (como, por ejemplo, con la importación de material sanitario) (Galdón et al., 2023), de vital importancia para garantizar la salud de los ciudadanos y el interés general.

La entrada de capital extranjero puede conllevar algunos riesgos para el país receptor de la inversión. A título de ejemplo, puede ocurrir *“cierta capacidad de infiltración, vigilancia o sabotaje en la prestación de determinados servicios o bienes que se entienden cruciales para el normal funcionamiento de la economía del país receptor de la inversión”* (Esplugues Mota, 2020, p. 9). Otro de los riesgos es el uso de información sensible de la compañía en perjuicio del país receptor. En el caso de la compra de parte del accionariado de la compañía de telecomunicaciones española Telefónica por parte de STC (empresa sujeta a control estatal por parte de Arabia Saudí), Telefónica, nos encontramos ante una empresa que cuenta con datos e información sensible, y que funciones importantes en las redes de comunicación del Ministerio (Delgado, 2023), y, por tanto, que afecta a la seguridad nacional.

3.2. Argumentos en contra del control de inversiones

El primero de los argumentos se refiere a la permanencia de la medida. Debemos partir, por tanto, de la motivación inicial del escudo antiopas y situarnos en el contexto en el que fue aprobada. En este sentido, es importante denotar que la suspensión del régimen de liberalización de inversiones extranjeras (y la consecuente introducción de la autorización previa) tiene lugar en un contexto de crisis sanitaria, económica y social.

Como se ha explicado anteriormente, la introducción del nuevo artículo 7 bis fue impulsada por una norma comunitaria: el Reglamento (UE) 2019/452 del Parlamento Europeo y del Consejo, de 19 de marzo de 2019, por el que se establece un marco para el control de inversiones extranjeras directas en la Unión. Esta norma europea permitía e impulsaba a los Estados miembros a fijar

mecanismos de protección y de control frente a la inversión extranjera directa. El Reglamento establece un marco global y unificado de control de inversiones para todos los Estados miembros, con el fin de dotar de una mayor seguridad jurídica.

En base a este Reglamento, el gobierno de Pedro Sánchez, en pleno estallido de la pandemia del COVID-19, con unos mercados bursátiles poco estables y a la baja, decidió prevenir cualquier oportunismo de inversión que pudiera poner en riesgo la seguridad en España. Ahora bien, cabe cuestionar la necesidad de esta medida en un contexto en el que no existe inestabilidad del mercado de valores; es más, antes de marzo de 2020, en España existía una liberalización de las inversiones extranjeras.

El segundo de los argumentos está relacionado con la discrecionalidad en las decisiones. Uno de los principales argumentos en contra de la regulación es que la autorización administrativa conlleva una decisión discrecional por parte del gobierno. De acuerdo con Valentín Pich («Expertos coinciden en que la actual regulación sobre el control de las inversiones extranjeras en nuestras empresas es insuficiente», 2023), Presidente del Consejo General de Economistas, el hecho de que el inversor se tenga que atener a una autorización de carácter discrecional por el Consejo de ministros desincentiva la llegada de capital extranjero. Según Pich, es necesario dar una mayor certeza y seguridad jurídica al inversor, y no dejar al arbitrio de un número reducido de personajes políticos decisiones con un enorme impacto en la economía y la creación de empleo.

Con todo, si miramos los datos agregados de operaciones proporcionados por el Gobierno de España, de un total de 175 operaciones sujetas a autorización en los años 2020, 2021 y 2022 (Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, s.f.a); Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, s.f.b; Ministerio de Economía, Comercio y Empresa, s.f.c), todas excepto una fueron aceptadas, si bien muchas contenían medidas de mitigación de riesgos. Por tanto, no parece que se esté abusando de la discrecionalidad de las decisiones por parte del gobierno. Más que un freno a la inversión extranjera, parece que el escudo antiopas funciona como un filtro previo, una simple medida de prevención.

En tercer lugar, es importante tener en cuenta el freno que la suspensión del régimen de liberalización de inversiones extranjeras puede suponer en la atracción de capital extranjero. En este sentido, Rodrigo Buenaventura, presidente de la Comisión Nacional del Mercado de Valores

(Martín Simón, 2022) se posiciona en contra de un control de inversiones extranjeras, y a favor de una apertura a la inversión exterior, en defensa de los intereses del mercado español y con el fin de aumentar la competitividad nacional.

Con todo, la idea de que la inversión extranjera está frenando choca frontalmente con los datos agregados expuestos anteriormente: España ha mejorado su posición mundial en el ranking de recepción de inversión extranjera directa. España registró en 2022 una IED de 35 millones de dólares, 13 millones más que en 2021, ocupando el puesto decimoséptimo a nivel mundial (UNCTAD, 2023, p. 8). De los datos se desprende, por tanto, que la inversión no está siendo obstaculizada por el escudo antiopas. En 2023, en cambio, sí ha existido una reducción de la IED en España a 28.215 millones de euros (La Moncloa, 2024).

3.3. Suficiencia del régimen de control de inversiones

A la luz de los posibles riesgos expuestos anteriormente que conllevan las operaciones de inversión extranjera en los intereses generales en España, es oportuno preguntarse sobre la suficiencia de la regulación del escudo antiopas para la protección de los sectores estratégicos en España. La mayoría de los expertos coinciden en que la regulación es insuficiente.

De acuerdo con Juan de la Cruz Ferrer (2023), director del Centro Europeo de Regulación Económica y Doctor en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid, se trata de una regulación parcial, “un parche” (Galdón et al, 2023), que trae consigo numerosos problemas. Según de la Cruz, la mejor solución sería la promoción de una nueva ley de industria, donde además de proteger el capital español mediante la autorización administrativa, promueva el desarrollo de aquellas industrias estratégicas en las que España tiene una ventaja competitiva, como por ejemplo en materia de sanidad (Galdón et al., 2023). De la Cruz pone como ejemplo a Francia y la energía nuclear.

Jordi Alberich, también coincide con la visión de que la regulación es necesaria pero no suficiente (Galdón et al, 2023). Alberich habla de sofisticación de la política industrial, y no de endurecimiento, y considera que es necesaria “*una política industrial en un mundo globalizado lejos de viejos proteccionismos*”.

En definitiva, los expertos coinciden en que la suspensión del régimen de la liberalización de las inversiones extranjeras a través de la imposición de una autorización administrativa es una medida insuficiente para solucionar el fin que dice perseguir. Si el fin último es el blindaje de los sectores estratégicos para garantizar el suministro de materias primas básicas, la solución es la promoción de un tejido industrial fuerte, potenciando las ventajas competitivas españolas (Law&Trends, 2023), para dejar atrás la dependencia de otros países.

IV. OTROS MECANISMOS DE PROTECCIÓN

1. CLÁUSULAS LIMITATIVAS DEL DERECHO DE VOTO DEL ACCIONISTA

A continuación, se entrará a estudiar en profundidad el segundo de los mecanismos de protección: la limitación al derecho del voto del accionista en las sociedades anónimas. En primer lugar, se expondrá la regulación del derecho a limitar el voto. Seguidamente, se recopilarán algunos casos de sociedades cotizadas que cuentan con este mecanismo de control de inversiones.

1.1. Regulación jurídica: Ley de Sociedades de Capital

El artículo 93 de la Ley de Sociedades de Capital reconoce los derechos mínimos del socio, como es el derecho de información o el derecho a participar de los beneficios de la sociedad. Entre ellos, se entrará a estudiar en este apartado el derecho recogido en la letra c): el derecho a *asistir y votar en las juntas generales*.

A diferencia de las sociedades de responsabilidad limitada, en la que cada participación equivale a la emisión de un voto (art. 188.1 LSC), la regla general en las sociedades anónimas es la correlación entre el derecho de voto y el valor nominal del capital social. El artículo 188.2 establece que “*no será válida la creación de acciones que de forma directa o indirecta alteren la proporcionalidad entre el valor nominal de la acción y el derecho de voto*”; esto es, no se permite la emisión de acciones de voto múltiple (a diferencia de las sociedades de responsabilidad limitada).

Con todo, la Ley de Sociedades de Capital permite a las sociedades anónimas limitar a través de los estatutos sociales el número de votos que puede emitir un mismo accionista. Se trata de una medida de protección de la sociedad frente a tomas de control no deseadas (de Carlos Bertrán et al.,

2015). Esta excepción a la regla general se recoge en el art. 188.3 LSC: “*En la sociedad anónima, los estatutos podrán fijar con carácter general el número máximo de votos que pueden emitir un mismo accionista, las sociedades pertenecientes a un mismo grupo o quienes actúen de forma concertada con los anteriores, sin perjuicio de la aplicación a las sociedades cotizadas de lo establecido en el artículo 527*”.

Desde un punto de vista formal, el ordenamiento jurídico admite varios mecanismos como forma de limitación del voto. Con carácter general, esta limitación al derecho de voto de los accionistas se suele dar en forma de límite porcentual del capital social, como un cinco o diez por ciento del capital social (Marín De La Bárcena, 2010, p. 58). También se puede dar a través de otros mecanismos como un número máximo de votos por cada accionista, o un solo voto por socio (Vicent Chuliá, 2010).

De esta forma, las decisiones adoptadas por las sociedades anónimas recogerían, con independencia del capital que ostenten en la sociedad, la voluntad de varios de los socios (Marín De La Bárcena, 2010, p. 58). Esto cobra especial relevancia en sociedades con pluralidad de socios minoritarios; las limitaciones de voto les otorgarían la posibilidad de que las decisiones adoptadas también incluyeran la voluntad. Como se ha introducido anteriormente, la razón de ser de esta limitación se encuentra en la protección del accionariado de las cotizadas españolas frente a posibles inversores no deseados, con especial atención a sectores estratégicos (Marín De La Bárcena, 2010, p. 58). Ahora bien, constituye una limitación de inversores con legitimación a adquirir capital social mediante ofertas públicas de adquisición. (Marín De La Bárcena, 2010, p. 59).

Algunos autores como García de Enterría (2010) consideran que se ha distorsionado el fundamento original de la medida, que no era otro que proteger a los socios minoritarios y acercarnos a la doctrina del *one share one vote* (como ocurre en las sociedades de responsabilidad limitada). Según García de Enterría (2010), la medida sí cobra sentido en las sociedades anónimas como mecanismo de protección frente a socios mayoritarios (de la misma manera que un pacto parasocial también sirve como blindaje frente a los socios mayoritarios). Sin embargo, actualmente encontramos este tipo de cláusulas estatutarias en sociedades cotizadas con capital disperso en la que no existe este peligro; y en los que en definitiva acaban teniendo una finalidad de mecanismo anti-opa.

El blindaje a los mayoritarios a través del límite al derecho de voto ha sido siempre objeto de discusión jurídica y política. El Gobierno socialista de 2010, entonces presidido por el Presidente José Luis Rodríguez Zapatero presentó y aprobó enmienda en la Ley de Sociedades de Capital por la que suprimía esta medida. Lo hizo gracias al apoyo del partido político Convergencia y Unión (CiU); la medida entró en vigor un año después de su aprobación (Hernanz, 2012). Como curiosidad, la reforma del PSOE fue acuñada como “enmienda Florentino”, pues fue entendida como un favor del gobierno socialista a ACS (cotizada cuyo principal accionista es Florentino Pérez) para controlar a la empresa Iberdrola, que sí que incluía en sus Estatutos Sociales la limitación del 10% al derecho de voto (Hernanz, 2012).

El PSOE aprobó la nulidad de las cláusulas limitativas de derecho de voto en las sociedades anónimas cotizadas en el artículo 527 LSC, fijando la nulidad de pleno derecho para aquellas cláusulas de los Estatutos Sociales que limiten directa o directamente el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista. El párrafo segundo del mismo artículo establece que en el caso de que una sociedad anónima sea admitida a negociación en un mercado secundario con posterioridad a haber incorporado en sus Estatutos Sociales esta cláusula, tendrá un año para suprimir el blindaje.

Finalmente, con el Gobierno del Partido Popular en 2012 (presidido por Mariano Rajoy), se recuperó (Hernanz, 2012) la limitación al derecho de voto del accionista y se modificó el artículo 527 LSC por la disposición adicional 1.2 de la Ley 1/2012, de 22 de junio, de simplificación de las obligaciones de información y documentación de fusiones y escisiones de sociedades de capital (Hernanz, 2012). Esta reforma es de interés no solo por la recuperación de las cláusulas limitativas al derecho de voto del accionista, sino porque el PP introduce que estas cláusulas no tendrán validez cuando en una Oferta Pública de Adquisición (OPA) el opante haya alcanzado un porcentaje igual o superior al setenta por ciento del capital que alcance derechos de voto.

Según el texto de la enmienda introducida por el PP, esto permite por un lado mantener ese blindaje de protección frente a inversores (tanto nacionales como extranjeros) no deseados que adquieran una participación superior a un porcentaje del accionariado, y al mismo tiempo, permite el correcto funcionamiento del mercado de valores en aquellos casos en los que se realice una oferta de adquisición a la mayoría de los accionistas (más de un setenta por ciento), protegiendo así los

intereses de los socios minoritarios que se pueden beneficiar de la venta. El texto de la enmienda del PP, que refleja esta idea, es el que sigue: “*Con todo ello, se consigue que las empresas puedan impedir que un accionista con un porcentaje relevante pueda controlar por sí solo la sociedad, pero se permite que haya ofertas públicas de adquisición de las que se podrían beneficiar todos los accionistas*” («El PP recupera limitaciones de voto y protege a las firmas tras pérdidas de valor», 2012).

Por lo tanto, la medida se encuentra a caballo entre la protección frente a inversores no deseados y el correcto funcionamiento del mercado, ya que permite que aquellos inversores interesados en adquirir una participación importante en alguna cotizada y realizar inversiones que fomenten la creación de valor no se vean desincentivados por el hecho de que sus derechos políticos se vayan a ver mermado de alguna manera por una cláusula estatutaria limitativa el derecho de voto.

Para Javier García de Enterría (2010), en caso de que una empresa quiera evitar una toma de control no deseada, tiene a su disposición el régimen de OPAs, que obligan a la empresa opante u oferente a realizar una oferta por la totalidad de las acciones cuando se alcance directa o indirectamente un treinta por ciento del capital social, o se tenga capacidad efectiva para designar en los veinticuatro meses siguientes a más de la mitad de los miembros del Consejo de Administración¹⁰.

1.2. Uso en la práctica societaria

Las únicas dos empresas del Ibex que recoge estatutariamente la limitación al derecho de voto de los accionistas son Telefónica S.A. e Iberdrola S.A. (Patiño, 2023). Otras empresas del Ibex-35, como Repsol y Endesa, tomaron la decisión de suprimir el blindaje del porcentaje de voto (Patiño, 2023). Ambas están comprendidas en sectores estratégicos de interés general.

En primer lugar, con respecto a Telefónica S.A., los estatutos sociales recogen en su artículo 26 apartado 2 la proporcionalidad entre el capital social y el voto: “*cada acción presente o representada en la Junta General de Accionistas dará derecho a un voto, salvo que se trate de acciones sin voto con arreglo a lo previsto en la ley*” (Telefónica, s.f.). Este precepto consagra el principio general de las sociedades anónimas en las que cada unidad de nominal le corresponde la

¹⁰ Artículo 4.1. a) del Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. *Boletín Oficial del Estado*, 180, de 28 de julio de 2007.

misma capacidad de voto. A pesar de lo establecido en el apartado segundo de este artículo, Telefónica recoge estatutariamente el blindaje que proporciona la limitación al derecho de voto en el artículo 26.3 *“No obstante lo dispuesto en el apartado anterior, ningún accionista podrá ejercitar un número de votos superior al 10% del total capital social con derecho a voto existente en cada momento, con independencia del número de acciones que sea titular; todo ello con sometimiento pleno a lo dispuesto en la ley con carácter imperativo”* (Telefónica, s.f.). Este artículo pretende acercarse a la doctrina del *one share one vote* (una acción, un voto) propia de las sociedades de responsabilidad limitada.

A continuación, el artículo 26 de los estatutos sociales de Telefónica puntualiza que el límite solo se tendrá en cuenta la titularidad de la acción, y no si el accionista está ejerciendo la representación del derecho de voto de otro accionista. Además, los estatutos establecen que esta limitación no se tendrá en cuenta para el cómputo del quorum de asistencia a Junta, ya que *“todas las acciones concurrentes a la Junta General de Accionistas computarán para la determinación del quórum de asistencia en su constitución”* (Telefónica, s. f.).

Iberdrola es la segunda de las empresas que cotizan en el Ibex-35 que recoge la limitación al derecho de voto en sus Estatutos Sociales. De manera similar a la que lo hace Telefónica, los Estatutos Sociales de Telefónica establecen que *“cada acción con derecho de voto presente o representada en la Junta General de Accionistas dará derecho a un voto”* (Iberdrola, s.f.). A continuación, el apartado segundo del artículo 29 establece un blindaje, al limitarse el número de votos que puede emitir cada accionista a un porcentaje del diez por ciento del capital social: *“ningún accionista podrá emitir un número de votos superior a los que correspondan a acciones que representen un porcentaje del diez por ciento (10% del capital social)”*, rompiendo con la proporcionalidad entre el capital social de cada accionista y la capacidad para ejercer los derechos políticos que le corresponden.

Para el cómputo del quórum, a diferencia de lo que establece Telefónica, en los estatutos sociales de Iberdrola se estipula que las acciones que no tengan derecho a voto (por razón al blindaje que admite el art. 188 de la Ley de Sociedades de Capital) se deducirán de las acciones asistentes a la Junta General (Iberdrola, s. f.).

Es interesante destacar que además del blindaje del 10%, Iberdrola cuenta con un quórum de asistencia a Junta fortalecido por encima del establecido por la LSC (Patiño, 2023). De acuerdo con el art. 93 LSC, la junta quedará válidamente constituida cuando esté presente un veinticinco por ciento de del capital social con derecho a voto (y sin ningún requisito mínimo de capital social presente en segunda convocatoria). El mismo precepto admite que mediante acuerdo estatutario, los socios eleven ese quórum mínimo (tanto en primera como en segunda convocatoria) para garantizar que las decisiones de la sociedad tengan un mayor respaldo social. Según el art. 94 LSC, para el supuesto de quórum reforzado, por ser cuestiones de mayor trascendencia social, la LSC eleva el quórum mínimo al cincuenta por ciento en primera convocatoria y al veinticinco por ciento en segunda convocatoria.

Es el caso de Iberdrola, que en su artículo 21 eleva estatutariamente los requisitos mínimos del artículo 94 de la LSC a sesenta y seis por ciento en primera convocatoria y sesenta por ciento en segunda convocatoria para la válida constitución de la Junta General de Accionistas (Iberdrola, s. f.). De esta forma, en caso de que los socios desearan modificar los Estatutos Sociales con el fin de eliminar la cláusula estatutaria del artículo 29 referente a la adopción de acuerdos, necesitarían un refuerzo del voto.

Otro de los mecanismos de blindaje que tienen a su disposición las cotizadas españolas como medida de control, admitido por el Derecho de sociedades, es el uso de mayorías cualificadas para la toma de decisiones en junta. Este mecanismo es un instrumento de control interno, es decir, un blindaje utilizado para dificultar al nuevo inversor el control efectivo de la sociedad y de la toma de decisiones (Santana Martín & Aguilar Díaz, 2004).

De acuerdo con el art. 201 LSC, en las sociedades anónimas bastará mayoría simple de los votos (más síes que noes) de los accionistas presentes o representados. Ahora bien, para las cuestiones de mayor trascendencia, recogidas en el artículo 194 de la LSC (como, por ejemplo, la modificación de los estatutos sociales), el art. 201 LSC fija una mayoría reforzada: mayoría absoluta. La LSC permite por vía estatutaria elevar las mayorías mínimas legales.

2. PACTOS PARASOCIALES

2.1. Pactos parasociales: conceptos generales

El último mecanismo de blindaje objeto de estudio es el pacto parasocial, figura frecuentemente utilizada en la práctica societaria para llevar a cabo acuerdos entre socios. Antes de proceder con la regulación concreta de los pactos parasociales en las sociedades cotizadas, y en cómo estos permiten controlar las inversiones extranjeras, se expondrán sus principales características de esta figura del Derecho de Sociedades.

Un pacto parasocial es un acuerdo entre dos o más socios al margen de los estatutos sociales que tiene como finalidad regular cuestiones del funcionamiento de la sociedad (adminStaffLegal, 2015). Existen diferentes tipos de pactos parasociales. Por un lado, encontramos los pactos de relación, que regulan relaciones directas entre los socios. El ejemplo más común es el derecho de adquisición preferente. En segundo lugar, existen los pactos de atribución, que atribuyen beneficios a la sociedad; por ejemplo, la obligación de los socios de aportación de capital social adicional. Por último, encontramos los pactos de organización, que regulan el funcionamiento de la sociedad (adminStaffLegal, 2015). En esta tercera tipología se clasifican los pactos a los que haremos referencia en este trabajo y que permiten establecer un control del capital social: acuerdos de voto, adopción de acuerdos o el establecimiento de un quórum más reforzado para determinados acuerdos sociales.

Los pactos parasociales tienen naturaleza de contrato y se regirán por las normas civiles en materia de contratos (art. 1254 y siguientes del Código Civil). Se trata de acuerdos vinculantes entre socios, y que se fundamentan en el principio de autonomía de la voluntad recogida en el artículo 1255 del Código Civil, de manera que los socios podrán acordar cualquier aspecto de la vida societaria siempre que no sea contrario a la ley, la moral o el orden público.

Con respecto a la validez de los pactos parasociales, el artículo 29 de la Ley de Sociedades de Capital dicta que *“los pactos que se mantengan reservados entre los socios no serán oponibles a la sociedad”*. El art. 29 LSC establece la inoponibilidad de los pactos parasociales a la sociedad. Esto se traduce en que no es posible declarar inválido un acuerdo social por ser contrario a un pacto parasocial. Tal y como dicta el artículo 204 LSC, los únicos motivos que dan pie a la impugnación de un acuerdo social son los siguientes: que el acuerdo sea contrario a la ley, a los estatutos sociales o al reglamento de la junta, o por ser contrarios al interés social en beneficio de

socios o de terceros. Como establece el art. 204.1 párrafo segundo, se daña el interés social cuando el acuerdo se impone de manera abusiva por parte de la mayoría de accionistas, en interés propio y detrimento de los demás socios.

Con respecto a la oponibilidad de los pactos parasociales, la doctrina tradicional, que ha sido respaldada por la jurisprudencia del Tribunal Supremo (STS del 6 de Marzo de 2009), establece que el incumplimiento de un pacto parasocial no es suficiente para la impugnación de un acuerdo social (adminStaffLegal, 2015). Únicamente se podrá reclamar el cumplimiento del contrato parasocial por los remedios previstos por las normas de las obligaciones y los contratos, pero no desde el punto de vista mercantil. Frente a esta postura, existe otra parte de la doctrina que considera que los pactos parasociales representan la voluntad de la sociedad, en el caso de pactos parasociales onmilaterales (es decir, firmados por todos los socios); por lo tanto, según esta postura, los pactos parasociales son oponibles a la sociedad porque representan la voluntad real de los socios (adminStaffLegal, 2015).

2.2. Publicidad de los pactos parasociales en las sociedades cotizadas.

Los pactos parasociales tienen un tratamiento especial en las sociedades anónimas cotizadas; su regulación se encuentra en los artículos 530 y siguientes de la Ley de Sociedades de Capital. El principio general en las sociedades cotizadas es la publicidad de los pactos parasociales, de manera que los acuerdos de esta naturaleza suscritos entre socios tendrán que ser comunicados a la sociedad y a la Comisión Nacional del Mercado de Valores (art. 531 LSC).

Ahora bien, la sujeción a la obligación de publicidad no afecta a todo tipo de acuerdo. Los pactos sujetos a esta normativa únicamente serán aquellos que afecten al derecho de voto en las juntas generales o limiten total o parcialmente la transmisibilidad de las acciones (art. 530 LSC). De esta manera, cualquier celebración, prórroga o modificación de un pacto parasocial de esta naturaleza deberá ponerse en conocimiento de la CNMV y a la propia sociedad.

Tal y como dicta el artículo 531.2, tras la comunicación a la CNMV, el escrito del pacto parasocial deberá ser depositado en el Registro Mercantil oportuno. Estará legitimado cualquier socio que suscriba el pacto para comunicar las cláusulas a la CNMV y depositar el documento en el Registro

Mercantil. En caso de no publicarse conforme a lo dispuesto anteriormente, el pacto parasocial no surtirá efecto ninguno.

El artículo 534 LSC amplía el ámbito de aplicación de la norma, obligando a aquellas sociedades que ejercen control sobre una sociedad cotizada a publicar sus pactos parasociales, independientemente de si es o no una sociedad cotizada. Únicamente estarán exentos de esta obligación aquellos pactos parasociales que al ser publicados puedan ocasionar un grave daño a la sociedad. Será la CNMV la que acordará la dispensa mediante resolución motivada, a solicitud de los interesados.

La publicidad de los pactos parasociales en las sociedades cotizadas responde a la necesidad de transparencia de estas sociedades (de Carlos Bertrán et al., 2015). El fundamento último es el correcto funcionamiento de mercado, con total transparencia y publicidad de información. Para los inversores, es esencial tener la mayor información posible sobre el accionariado de una sociedad cotizada, a fin de tomar decisiones de compra o venta de acciones; la existencia de un pacto parasocial de control de una compañía tiene repercusiones importantes sobre decisiones de inversión (de Carlos Bertrán et al., 2015).

Una vez expuestas las principales cuestiones sobre pactos parasociales y la especial regulación de estos en las sociedades cotizadas, entramos a examinar cómo los pactos parasociales sirven como mecanismo de control de inversiones extranjeras y blindaje para la protección del capital social frente a inversores indeseados. Como se ha estudiado anteriormente, los principales mecanismos de control de la sociedad, evitando así peligros en caso de la entrada de capital extranjero son los relativos al derecho de voto y aquellos que limitan o condicionan la transmisibilidad de las acciones.

ACCIONA, S.A. es una de las cotizadas españolas que ha optado por blindar su capital social mediante pactos un pacto parasocial que denomina Pacto Parasocial de Estabilidad Accionarial. De esta forma, los socios más significativos, miembros de la familia Entrecanales controlan un 55% del capital social de la compañía (Patiño, 2023), evitando que cualquier inversor indeseado pueda tomar control de la sociedad. A fecha de redacción de este TFG, el capital de ACCIONA S.A. se divide de la siguiente manera: un 41,56% del capital social es de circulación libre en el mercado de valores, el 3,32% es propiedad de la gestora Blackrock, Inc., y el resto del capital, el

29,92% y el 26,10% está controlado respectivamente por las compañías Tussen de Grachten, BV, y Wit Europese Investerings, BV, compañías propiedad de la familia Entrecanales. (Acciona, s. f.). En suma, el control es de aproximadamente un 55% del capital.

El Pacto Parasocial de Estabilidad Accionarial, con fecha de registro de 15 de julio de 2011 y número de registro 147698, es un pacto parasocial que otorga derechos de adquisición preferente de acciones, pacto con una duración inicial de diez años y que se prorroga de manera tácita cada cinco años. En el acuerdo, los dos accionistas principales tras la fusión del Grupo Entrecanales S.A. y sus filiales, que fueron Tussen de Grachten, BV, y Entrezca BV se conceden mutuamente un derecho de adquisición preferente sobre sus relativas participaciones en ACCIONA S.A. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, s. f.). El derecho se reserva a los socios de las mencionadas sociedades descendientes de José Entrecanales Ibarra. De esta manera, la familia Entrecanales controla la mayoría del capital social. En caso de que alguna de las partes quisiera vender, un miembro de la familia tendría un derecho de adquirirlas con carácter previo al resto de accionistas o terceros (Patiño, 2023). El pacto fija en una cláusula que los firmantes no están sujetos a ninguna dirección de voto ni están sometidos a concertación de la gestión de la sociedad. Por lo tanto, los socios que suscriben el acuerdo tienen libertad de voto (Comisión Nacional del Mercado de Valores, s. f.).

Otra de las cotizadas españolas que tiene suscrito un pacto similar entre socios es Atresmedia corporación de medios de comunicación, S.A., empresa del sector de las comunicaciones, considerado como sector estratégico. Según el acuerdo remitido por la entidad a la CNMV, dos socios con una participación conjunta de 60,34% (Grupo Planeta – de Agostini, S.L. y RTL Group), se otorgan derechos recíprocos de adquisición de sus participaciones. (Comisión Nacional del Mercado de Valores, 2018).

Estudios demuestran que una de cada cuatro cotizadas españolas utilizan los pactos parasociales para regular el funcionamiento y la organización de la sociedad, y que la tendencia es creciente. De estos pactos, aproximadamente el cincuenta por ciento son relativos a la regulación del derecho de voto y a la limitación de la transmisibilidad de las acciones (Santana-Martín, 2010, p. 50).

V. CONCLUSIÓN

El control de inversión extranjera en España es una cuestión controvertida y ampliamente debatida. La reciente adquisición de un porcentaje del accionariado de Telefónica en septiembre de 2023 por parte de Saudí Telecom STC, controlada por un gobierno extranjero, ha avivado el debate en materia de seguridad nacional. Ante los riesgos que puede suponer una entrada no deseada de un inversor extranjero, las empresas cotizadas en España tienen a su disposición mecanismos de blindaje. El presente Trabajo de Fin de Grado hace un análisis de los principales mecanismos de protección del capital nacional frente inversores indeseados, centrándose en cotizadas españolas que operan en sectores estratégicos, sectores que por su importancia para cubrir necesidades básicas requieren de una especial protección.

Actualmente, la UNCTAD sitúa a España en el duodécimo puesto en la lista de países con mayor inversión extranjera directa a nivel mundial. Por ello, se puede concluir que, en el contexto actual de conflictos, tensiones geopolíticas y shocks en las cadenas de suministro, es necesario establecer un marco regulatorio estable en materia de control de inversiones, en el que se haga un balance entre la atracción de capital extranjero y la defensa de los intereses de España en materia de seguridad y orden público.

El grueso del trabajo expone y analiza la medida del escudo antiopas como ruptura del régimen de liberalización en materia de inversión extranjera reconocido en el artículo 7 de la Ley 19/2003. Del análisis podemos extraer varias conclusiones:

PRIMERO – La medida del escudo antiopas tiene vocación de permanencia. Esto se refleja en los siguientes hechos. En primer lugar, la aprobación del Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre Inversiones Extranjeras, que entró en vigor en septiembre de 2023 y desarrolla y delimita el artículo 7 bis de la Ley 19/2003, demuestra que la suspensión de la liberalización del escudo antiopas tiene carácter permanente (Gutiérrez Cantos, 2023). En segundo lugar, se establece que estarán sujetas a autorización administrativa también las inversiones que provengan de residentes de Estados miembros de la UE o países de la AELC hasta el 31 de diciembre de 2024. La fecha ha sido prorrogada por el Gobierno en tres ocasiones (Romero Sánchez, 2022). Ambos hechos reflejan que la medida no es transitoria.

SEGUNDO - En marzo de 2020, la bolsa española mostraba una gran inestabilidad; el mercado de valores se encontraba a la baja y los principales valores se encontraban en cotizaciones mínimas,

lo que suponía un escenario muy atractivo a ojos de los inversores. Este acontecimiento impulsó la introducción del artículo 7 bis en la Ley 19/2003, motivado por un comunicado de la Comisión Europea animando a los Estados Miembros a aprobar medidas de control de las inversiones extranjeras. En este sentido, si bien el escudo antiopas encontró justificación en 2020 como medida temporal frente a la inestabilidad de los mercados, el Gobierno de España ha hecho permanente la medida a través de la aprobación de un Real Decreto en 2023, con una situación de estabilidad de la cotización de las empresas en España. Por lo tanto, cabe preguntarse sobre la necesidad de la medida tras la recuperación de una crisis sanitaria, social y económica como el Covid-19.

SEGUNDO – El actual control de inversiones a través del escudo antiopas se muestra insuficiente para conseguir el objetivo que dice perseguir. Como se ha discutido en el análisis crítico, la mayoría de los expertos coinciden en que la medida no es suficiente, sino que es parche (Galdón et al, 2023). En nuestro ordenamiento jurídico se cuenta con numerosos mecanismos anti-opas, además de otros mecanismos internos del Derecho de Sociedades para hacer frente a una adquisición hostil.

Por otro lado, debemos tener en cuenta que la medida del escudo antiopas en sectores estratégicos pretende garantizar la seguridad nacional y el orden público, con la finalidad última de asegurar el suministro de servicios esenciales y evitar otros riesgos como por ejemplo el uso de información. Teniendo en cuenta el fundamento original de la medida, en caso de un desabastecimiento de materias básicas, la solución más apropiada, a la luz del análisis, es fortalecer una industria nacional abierta al exterior y limitar al máximo las dependencias externas, sobre todo en términos de suministros de bienes esenciales para la vida. En este sentido, se puede traer a colación la independencia energética que ha conseguido Francia a través del impulso de la energía nuclear (Galdón et al, 2023).

TERCERO – De los datos no se desprende que el ejecutivo actual, promotor de la medida, esté haciendo uso de la autorización administrativa de manera discrecional. Si observamos los datos agregados de operaciones proporcionados por el Gobierno actual, todas las operaciones fueron aprobadas en 2020 y 2021, mientras que en 2022, únicamente una de las operaciones fue denegada. Para prevenir posibles riesgos, se ha hecho uso de medidas de mitigación de riesgos como por ejemplo la limitación de la información sensible.

La segunda parte del trabajo, relativa a otros mecanismos de blindaje de las cotizadas españolas, complementa este primer apartado desde el punto de vista del Derecho de Sociedades. El estudio de la limitación del derecho de voto y los pactos parasociales en las sociedades anónimas cotizadas sirve para la consecución del objetivo principal del trabajo: exponer qué mecanismos utilizan las cotizadas en España que operan en sectores estratégicos para blindar su capital frente inversiones extranjeras.

Por un lado, se ha estudiado la alternativa de la limitación del derecho de voto del accionista como medida de protección interna para evitar el control de las decisiones. La Ley de Sociedades de Capital permite a las sociedades anónimas limitar a través de los estatutos sociales el número máximo de votos que puede emitir un mismo accionista. Esto rompe frontalmente con el principio de las sociedades anónimas de correlación entre el derecho de voto y el valor nominal del capital social.

La medida ha sido objeto de debate en numerosas ocasiones. El PSOE declaró la nulidad de las cláusulas limitativas del derecho de voto en 2010, si bien el PP volvió a restaurar la medida con una particularidad: las cláusulas no tendrán validez cuando en una OPA el opante haya alcanzado un porcentaje igual o superior al setenta por ciento del capital.

En España, solo dos empresas del Ibex-35 recogen estatutariamente una cláusula limitativa del derecho de voto: Telefónica S.A. e Iberdrola S.A, mientras que otras empresas optaron por suprimir la cláusula (Patiño, 2023). Ambas sociedades lo hacen con un porcentaje del 10%, de manera que ningún accionista podrá ejercer un número de votos mayor al 10% del capital social con derecho a voto. Del estudio de la realidad societaria, se puede concluir que no es una práctica frecuente.

El último de los mecanismos objeto de análisis es el pacto parasocial. Esta figura del Derecho de Sociedades es ampliamente utilizada en la práctica societaria, y también en las sociedades cotizadas. Como se ha expuesto anteriormente, la particularidad de los pactos parasociales en las sociedades anónimas cotizadas es la publicidad de los acuerdos, con obligación de comunicar a la sociedad y a la CNMV, y depositar el escrito en el Registro Mercantil. De este último apartado es interesante destacar que el legislador busca una transparencia en el mercado, de manera que el

inversor debe tener a su disposición la mayor cantidad de información sobre el control de la sociedad.

VI. BIBLIOGRAFÍA

1. LEGISLACIÓN

Real Decreto de 24 de julio de 1889 por el que se publica el Código Civil. *Gaceta de Madrid*, 206, de 25 de julio de 1889.

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. *Boletín Oficial del Estado*, 160, de 5 de julio de 2003.

Real Decreto 1066/2007, de 27 de julio, sobre el régimen de las ofertas públicas de adquisición de valores. *Boletín Oficial del Estado*, 180, de 28 de julio de 2007.

Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Versiones consolidadas. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 83, de 30 de marzo de 2010.

Real Decreto Legislativo 1/2010, de 2 de julio, por el que se aprueba el texto refundido de la Ley de Sociedades de Capital. *Boletín Oficial del Estado*, 161, de 3 de julio de 2010.

Reglamento (UE) 2019/452 del Parlamento Europeo y del Consejo de 19 de marzo de 2019 para el control de las inversiones extranjeras directas en la Unión. *Diario Oficial de la Unión Europea*, 79, de 21 de marzo de 2019.

Real Decreto-ley 8/2020, de 17 de marzo, de medidas urgentes extraordinarias para hacer frente al impacto económico y social del COVID-19. *Boletín Oficial del Estado*, 73, de 18 de marzo de 2020.

Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre inversiones exteriores. *Boletín Oficial del Estado*, 159, de 5 de julio de 2023.

2. JURISPRUDENCIA

Tribunal de Justicia de la Unión Europea. Sentencia del 13 de julio de 2023, Xella Magyarország, C-106/22, EU:C:2023,568.

3. OBRAS DOCTRINALES

Almenar, J., Zamarro, J. L., Briera, C., Canseco, O., & Casas, M. (2023). La consolidación definitiva del régimen de control de la inversión extranjera directa en España. *Clifford Chance, Briefings Julio 2023*. Recuperado el 24 de enero de 2024 en <https://www.cliffordchance.com/content/dam/cliffordchance/briefings/2023/07/Consolidaci%C3%B3n%20definitiva%20r%C3%A9gimen%20control%20inversi%C3%B3n%20extranjera%20directa%20en%20Espa%C3%B1a.pdf>

Barredo, M., & Canseco, O. (2023). El régimen de inversiones extranjeras: su definitiva consolidación mediante el desarrollo reglamentario (1). *Diario LA LEY*, 10342.

de Carlos Bertrán, L., Fernández Fernández, I., Martín Baumeister, B., Prades Cutillas, D., de San Román, J., Sánchez Graells, A., Quetglas, R. S., Veiga Copo, A. B., & Vives Ruiz, F. (2015). En J.W. Ibáñez Jiménez (Coord.). *Fundamentos de Derecho Empresarial Tomo II [Derecho de Sociedades]* (3.^a ed.). Thomson Reuters-Civitas.

Díaz Yeregui, R., & Gómez de Miguel, J. (2020). Análisis del artículo 7bis de la Ley 192003, 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. *Revista Jurídica Pérez-Llorca* (4), 20.

Esplugues Mota, C. (2020). The suspension of the free movement of foreign direct investment in Spain due to the COVID-19 crisis. *Cuadernos de Derecho Transnacional*, 12(2), 372-413. <https://doi.org/10.20318/cdt.2020.5614>

García de Enterría, J. (2010). ¿Deben prohibirse las limitaciones de voto de los accionistas? *El Notario del Siglo XXI*, 30, 26-29. Recuperado el 18 de marzo de 2024 de <https://www.elnotario.es/index.php/hemeroteca/revista-30/1261-deben-prohibirse-las-limitaciones-de-voto-de-los-accionistas-0-3197224683311977>

Gutiérrez Cantos, R. (2023). El mecanismo de control de las inversiones exteriores: de la suspensión del régimen de liberalización a la Sentencia del TJUE en el asunto Xella

Magyarország y el nuevo Real Decreto 571/2023, de 4 de julio, sobre inversiones exteriores. *Diario LA LEY*, 10350.

Houet, J. (2016). Acciones de oro y patriotismo económico: enfoque nacional, desarrollo europeo. *Cuadernos Europeos de Deusto*, 54, 203. <https://doi.org/10.18543/ced-54-2016pp203-231>

Marín De La Bárcena, F. (2010). Limitaciones estatutarias al número máximo de votos en la sociedad cotizada (Reforma del artículo 105.2 LSA). *Cuadernos de Información Económica*, 217, 57-62.

Romero Sánchez, J. I. (28 de diciembre de 2022). Se prorroga por tercera vez -hasta el 31 de diciembre de 2024- el régimen transitorio de las autorizaciones de determinadas inversiones extranjeras directas en España realizadas por residentes en países de la Unión Europea y de la Asociación Europea de Libre Comercio; y se matiza el concepto de inversiones extranjeras directas en España. *Gómez-Acebo & Pombo*. Recuperado el 11 de febrero de 2024 de <https://www.ga-p.com/publicaciones/se-prorroga-por-tercera-vez-hasta-el-31-de-diciembre-de-2024-el-regimen-transitorio-de-las-autorizaciones-de-determinadas-inversiones-extranjeras-directas-en-espana-realizadas-por-residentes-en-pais/>

Santana Martín, D. J., & Aguilar Díaz, I. (2004). Propiedad y blindaje de las empresas cotizadas españolas. 1996-2002. *CNMV – Comisión Nacional del Mercado de Valores - Dirección de Estudios y Estadísticas*, 5.

Santana-Martín, D. J. (2010). Los pactos parasociales en la Bolsa Española. *Universia Business Review*, 28, 46-61.

Vicent Chuliá, F. (2010). One share one vote en España. *El Notario del Siglo XXI*, 30.

4. RECURSOS DE INTERNET

Acciona. (s. f.). *Información accionarial*. Recuperado 2 de abril de 2024, de https://www.acciona.com/es/accionistas-inversores/gobierno-corporativo/informacion-accionarial/?_adin=02021864894

adminStaffLegal. (2015, 11 de mayo). *Aspectos prácticos sobre los pactos parasociales*. Recuperado el 2 de abril de 2024 de <https://staff-legal.com/pactos-parasociales/>

Badás Arangüena, R. (2021). Foreign direct investment in Spain: which are the immediate and which are the ultimate investing countries?. *Banco de España (15)*. Recuperado el 12 de marzo de 2024 de <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/NotasEstadisticas/21/Files/nest15e.pdf>

Casado, R. (15 de agosto de 2023). El nuevo «escudo» antiopas se gana el favor del mercado. *elEconomista*. Recuperado el 20 de marzo de 2024 de <https://www.eleconomista.es/capital-riesgo/noticias/12406706/08/23/el-nuevo-escudo-antiopas-se-gana-el-favor-del-mercado.html>.

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (15 de julio de 2011). *Comunicación de pactos parasociales Acciona S.A.*. Recuperado el 6 de abril de 2024 en <https://www.cnmv.es/webservices/verdocumento/ver?e=FisfEv9R51ARqhL1F1I4C3hHu%2faliOx%2fxsu%2fNkFX8lhDgM%2bxZbVPX9KRApvn1lh6>

Comisión Nacional del Mercado de Valores. (2018). *Informe de gobierno corporativo de las entidades emisoras de valores admitidos a negociación en mercados regulados*. Recuperado el 2 de abril de 2024 de https://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/Informes/IAGC_2018.pdf

Comisión Europea. (13 de marzo de 2020). Comunicación de la Comisión al Parlamento Europeo, al Consejo Europeo, al Consejo, al Banco Central Europeo, al Banco Europeo de Inversiones y al Eurogrupo. Respuesta económica coordinada al brote de COVID-19. (COM/2020/0112). Recuperado el 9 de abril de 2024 de https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:91687006-6524-11ea-b735-01aa75ed71a1.0004.02/DOC_1&format=PDF

Datosmacro.com (s.f.) *IBEX 35* [Base de datos]. Recuperado el 23 de enero de 2024 en <https://datosmacro.expansion.com/bolsa/espana?dr=2020-03>.

Delgado, J. T. (10 de septiembre de 2023). Los cuatro puntos oscuros del asalto saudí a Telefónica. *vozpopuli*. Recuperado el 13 de marzo de 2024 de https://www.vozpopuli.com/economia_y_finanzas/puntos-oscuros-asalto-saudi-telefonica.html

El Consejo de Ministros autoriza la inversión extranjera de GCE BidCo en Opdenenergy Holding. (1 de febrero de 2024). *europa press*. Recuperado el 19 de marzo de 2024 de <https://www.europapress.es/economia/energia-00341/noticia-consejo-ministros-autoriza-inversion-extranjera-gce-bidco-opdenenergy-holding-20240201100735.html>

El Gobierno acumula expedientes del «escudo antiopas» tras la entrada de STC en Telefónica. (16 de septiembre de 2023). *Expansión*. Recuperado el 19 de marzo de 2024 de <https://www.expansion.com/empresas/2023/09/16/6505660c468aeb7d0a8b45e7.html>

El Gobierno modifica el escudo antiopas para adaptarlo a la normativa europea. (4 de julio de 2023). *Expansión*. Recuperado el 21 de enero de 2024 de <https://www.expansion.com/empresas/2023/07/04/64a42828468aeb080a8b4693.html>

El PP recupera limitaciones de voto y protege a las firmas tras pérdidas de valor. (6 de junio de 2012). *La Información*. Recuperado el 20 de marzo de 2024 de https://www.lainformacion.com/economia-negocios-y-finanzas/el-pp-recupera-limitaciones-de-voto-y-protege-a-firmas-tras-perdidas-de-valor_FgUSfMSywLqhgCgpIWsqh1/

Expertos coinciden en que la actual regulación sobre el control de las inversiones extranjeras en nuestras empresas es insuficiente. (2023, noviembre 14). *ElDerecho.com*. Recuperado el 21 de marzo de 2024 de <https://elderecho.com/expertos-coinciden-que-actual-regulacion-sobre-control-de-inversiones-extranjeras-en-nuestras-empresas-es-insuficiente>

Galdón, J. A., Alberich, J., Pich, V., de la Cruz, J., & Nombela, V. [ConsejoEconomistas] (2023, 14 de noviembre). *¿Es adecuado el control de las inversiones extranjeras en las empresas estratégicas de nuestro país?* Youtube. Recuperado el 12 de marzo de 2024 de <https://www.youtube.com/watch?v=U57wCehpEbc>

Hernanz, C. (6 de junio de 2012). El PP elimina la «enmienda Florentino» y recupera los blindajes accionariales. *El Confidencial*. Recuperado el 19 de marzo de 2024 de https://www.elconfidencial.com/economia/2012-06-06/el-pp-elimina-la-enmienda-florentino-y-recupera-los-blindajes-accionariales_248604/

Iberdrola. (s. f.). *Estatutos sociales*. Recuperado el 19 de marzo de 2024 de <https://www.iberdrolaenergiaespana.es/gobierno-corporativo/sistema-gobernanza-sostenibilidad/estatutos-sociales>

La Moncloa. (20 de marzo de 2024). *La inversión extranjera en España alcanzó los 28.215 millones de euros en 2023, situándose en el promedio de los últimos cinco años*. Recuperado el 22 de marzo de 2024 de <https://www.lamoncloa.gob.es/serviciosdeprensa/notasprensa/economia-comercio-empresa/paginas/2024/200324-inversion-extranjera-espana.aspx#:~:text=Comercio%20y%20Empresa,.La%20inversi%C3%B3n%20extranjera%20en%20Espa%C3%B1a%20alcanz%C3%B3%20los%2028.215%20millones%20de,de%20los%20%C3%BAltimos%20cinco%20a%C3%B1os&text=La%20inversi%C3%B3n%20extranjera%20en%20Espa%C3%B1a%20destinada%20a%20aumentar%20la%20capacidad,en%205.680%20millones%20de%20euros.>

Law&Trends. (14 de noviembre de 2023). ¿Es adecuado el actual control de las inversiones extranjeras en las empresas estratégicas de nuestro país? *Law&Trends*. Recuperado el 23 de marzo de 2024 de <https://www.lawandtrends.com/noticias/administrativo/es-adecuado-el-actual-control-de-las-inversiones-extranjeras-en-las-empresas-estrategicas-de-nuestro-pais-1.html#gsc.tab=0>

Martín Simón, P. (13 de enero de 2022). La CNMV sugiere que se retire el escudo antiopas sobre las empresas españolas. *Cinco Días*. Recuperado el 22 de marzo de 2024 de https://cincodias.elpais.com/cincodias/2022/01/12/mercados/1642007896_056796.html

Mateos, J (27 de noviembre de 2023). El mal llamado ‘escudo antiopas’ ha venido para quedarse. *elEconomista*. Recuperado el 9 de abril de 2024 de

<https://www.eleconomista.es/opinion/noticias/12559058/11/23/el-mal-llamado-escudo-antiopas-ha-venido-para-quedarse.html>

Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (s.f.a) 2020 *EN CIFRAS*. Recuperado el 10 de febrero de 2024 de https://comercio.gob.es/InversionesExteriores/Documents/2020_EN_CIFRAS.pdf

Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (s.f.b). 2021 *EN CIFRAS*. Recuperado el 10 de febrero de 2024 de https://comercio.gob.es/InversionesExteriores/Documents/2021_EN_CIFRAS.pdf

Ministerio de Economía, Comercio y Empresa (s.f.c). *El control de inversiones en España en 2022*. Recuperado el 10 de febrero de 2024 de https://comercio.gob.es/InversionesExteriores/Documents/2022_EN_CIFRAS.pdf

Ministerio de Economía, Comercio y Empresa. (20 de diciembre de 2023). *Inversiones exteriores - Tercer trimestre de 2023*. Recuperado el 12 de marzo de 2024 de https://comercio.gob.es/es-es/NotasPrensa/2023/Paginas/231220_Inversiones3T.aspx

Muñoz, R. (5 de septiembre de 2023). El grupo saudí STC compra el 9,9% de Telefónica por 2.100 millones y se convierte en su primer accionista. *El País*. Recuperado el 20 de marzo de 2024 de <https://elpais.com/economia/2023-09-05/el-grupo-saudi-stc-se-hace-con-un-99-de-telefonica-por-2100-millones-y-se-convierte-en-primer-accionista.html>

Patiño, M. Á. (29 de septiembre de 2023). Iberdrola, la empresa más blindada del Ibex. *Expansión*. Recuperado el 19 de marzo de 2024 de <https://www.expansion.com/empresas/2023/09/29/6516107e468aebd5788b45b7.html>

Telefónica. (s.f.). *Estatutos Sociales*. Recuperado el 23 de enero de 2024 de <https://www.telefonica.com/es/accionistas-inversores/gobierno-corporativo/estatutos-sociales/>

Unctad. (2023). *World Investment Report 2023: Investment and sustainable energy*. Recuperado el 12 de marzo de 2024 de <https://unctad.org/publication/world-investment-report-2023>

